



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2017/107

Febrero 2017

**LA POST-CONTRATACIÓN EN LOS
MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES:**

EL SISTEMA DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

Alberto J. Tapia Hermida

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
E-mail: alberto.tapia.hermida@der.ucm.es

<http://www.ucm.es/dep-derecho-mercantil>

Documento depositado en el archivo institucional *EPrints Complutense*
<http://eprints.ucm.es/>

Copyright © 2017 Por el autor

**LA POST-CONTRATACIÓN EN LOS
MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES:
El sistema de compensación y liquidación de valores¹.**

**Alberto J. Tapia Hermida
Catedrático de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid**

Resumen:

Este estudio analiza la nueva regulación de la post-contratación en los mercados secundarios de valores, que es la segunda fase de la negociación en la que se ejecutan los contratos mediante la compensación centralizada de operaciones y la liquidación de las mismas hasta que se produce el resultado final del traspaso de los instrumentos financieros y del dinero del patrimonio del vendedor al del comprador y viceversa. Esta fase de la post-contratación está regulada, en el ámbito de la UE, por el Reglamento (UE) nº 648/2012 (EMIR) y el Reglamento (UE) nº 909/2014; y, en el Derecho español, por el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores.

Abstract:

This study analyzes the new regulation of post-trading in the secondary securities markets, which is the second phase of the negotiation in which agreements are executed through centralized clearing and settlement of operations until the final result of transfer of the financial instruments and money from the seller's assets to the buyer and vice versa. This post-trading phase is regulated, at EU level, by Regulation (EU) No. 648/2012 (EMIR) and Regulation (EU) No 909/2014. And, in Spanish Law, by the Consolidated Text of the Securities Market Law and Royal Decree 878/2015, of October 2, on clearing, settlement and registration of securities.

¹ El origen de este estudio se remonta a mi intervención como moderador de la mesa redonda "Securities Clearing and Settlement: thoughts after the latest reform" celebrada en el marco del XIV Congreso Harvard-Complutense de Derecho mercantil "International Arbitration and Banking Corporate Governance: A Transatlantic Perspective" el 24 de octubre de 2016 en el Harvard Law School bajo el auspicio del Real Colegio Complutense de Harvard. Intervención que después desarrolle con ocasión de la Conferencia sobre "El Sistema de Compensación y Liquidación de Valores" que impartí el 7 de febrero de 2017 en el concurso de acceso a una plaza de Catedrático de Universidad de Derecho Mercantil, convocado por Resolución de 3 de noviembre de 2016, de la Universidad Complutense de Madrid.

El presente trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación Poder económico y poder empresarial (La revisión de la estructura y la regulación del sistema español de gobierno corporativo), DER2015-67317-P.

Palabras clave:

Mercados secundarios de valores, post-contratación, compensación, liquidación, registro

Key words:

Secondary securities markets, post-trading, clearing, settlement, registration.

SUMARIO

I. PRESENTACIÓN DEL ESTUDIO.	8
II. INTRODUCCIÓN: LA NEGOCIACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES. CONTRATACIÓN, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE OPERACIONES. ...	11
A) NOCIÓN Y ESTRUCTURA.....	11
B) FUNCIÓN E IMPORTANCIA ECONÓMICA.	17
C) REGULACIÓN DE LA POST-CONTRATACIÓN EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES.....	18
1. Regulación internacional: los “Principios para las infraestructuras de los mercados financieros” de IOSCO de 2012.	18
2. Derecho de la UE.	21
2.1. El Reglamento (UE) nº 648/2012 (EMIR).	21
2.2. El Reglamento (UE) nº 909/2014.	23
2.3. Factores comunes a ambos Reglamentos.	23
3. Derecho español.	25
3.1. Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores.....	25
3.2. Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores.....	27
3.3. La evolución del sistema español de compensación y liquidación de valores.....	28
3.3.1. El régimen de la post-contratación en la redacción original de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores....	28
3.3.2. El régimen de la post-contratación en la reforma de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.....	29
3.3.3. El régimen de la post-contratación en la Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.....	29
3.3.4. La “desintegración” de la post-contratación.....	30
III. PRESUPUESTOS DE LA POST-CONTRATACIÓN EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES.	32
A) PRESUPUESTO TÉCNICO: EL REGISTRO DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR ANOTACIONES EN CUENTA.	33
1. Presupuesto técnico común de la contratación y de la post-contratación de valores.	33
2. Rasgos básicos de la representación de los valores negociables por medio de anotaciones en cuenta relevantes para la fase de post-contratación.....	34

3. Rasgos básicos del registro contable de los valores admitidos a negociación.....	38
3.1. Vinculación esencial entre el registro de los valores anotados y la compensación y liquidación de las operaciones: el modelo del “circuito cerrado” a cargo de los DCV.....	38
3.2. Sistema del “doble escalón”.....	39
3.3. Funcionamiento del registro contable de estos valores negociables admitidos a negociación.....	41
B) PRESUPUESTO JURÍDICO: LA CONTRATACIÓN MEDIANTE CONTRATOS DE COMISIÓN Y COMPRAVENTA DE VALORES.....	42
1. Presupuesto jurídico común de la compensación y liquidación de valores.....	42
2. La estructura jurídica básica de las operaciones sobre valores en los MSOV y de los SMN: las dos comisiones complementarias de compra y de venta que concluyen en una compraventa.....	43
IV. COMPENSACIÓN DE OPERACIONES EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES.....	45
A) NOCIÓN.....	45
1. Compensación centralizada de operaciones.....	45
2. Noción finalista.....	46
3. Noción procedimental.....	46
B) ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL.....	50
1. Noción.....	50
2. Regulación.....	51
3. Estructura.....	53
3.1. Estructura subjetiva.....	53
3.2. Estructura objetiva.....	54
4. Funciones.....	55
4.1. Amplitud de las funciones de las ECC.....	55
4.2. Autorregulación del control ejercido por las ECC: El manual de procedimientos de seguimiento y control.....	56
4.3. Supervisión de la actuación de sus miembros compensadores.....	56
C) MIEMBROS COMPENSADORES.....	57
1. Condiciones de acceso.....	57
2. Condiciones de ejercicio.....	58
D) PATOLOGÍAS.....	59
1. Incumplimientos.....	59
2. Concursos de los miembros o de sus clientes.....	60
3. Crisis económica de las ECC.....	61

3.1. Concurso de las ECC.	61
3.2. Reestructuración y resolución de las ECC.	61
V. LIQUIDACIÓN DE OPERACIONES EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES.	63
A) NOCIÓN.	63
1. Definición legal como pago o cumplimiento extintivo de las obligaciones.	63
2. Función central y funciones colaterales de la liquidación.	65
3. La doble faceta jurídica –obligacional y real- de la liquidación.	67
4. Liquidación de operaciones y liquidación de derechos y obligaciones derivados de los valores negociados.	68
5. Principios rectores del sistema de liquidación de operaciones.	71
5.1. Entrega contra pago.	71
5.2. Objetivación de la fecha de liquidación.	71
5.3. Neutralidad financiera.	72
6. Procedimiento de liquidación de operaciones.	73
7. La plataforma de liquidación de operaciones sobre valores paneuropea TARGET2-Securities (T2S).	74
B) DEPOSITARIOS CENTRALES DE VALORES.	76
1. Noción.	76
2. Regulación.	78
3. Estructura.	82
3.1. Estructura subjetiva.	82
3.2. Estructura objetiva.	83
4. Funciones.	84
4.1. Características comunes.	84
4.2. Funciones reguladoras: Dirección y administración del registro de valores y de la liquidación de operaciones sobre valores.	85
4.3. Funciones supervisoras: Seguimiento y control de la actividad de registro y liquidación de las entidades participantes.	85
4.3.1. La doble proyección sobre las actividades de registro y liquidación de las entidades participantes.	86
4.3.2. Autorregulación del control ejercido por los DCV: El manual de procedimientos de seguimiento y control.	87
4.3.3. El diálogo triple de los DCV: con las entidades participantes, con la CNMV y con las sociedades rectoras de los MSOV y de los SMN.	88
4.4. Funciones tuitivas de los inversores: Contestación de reclamaciones.	89
4.5. Funciones consultivas: Asesoramiento de la CNMV.	89

4.6. Funciones informativas: Gestión del sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables.....	90
4.6.1. Finalidad del sistema.....	90
4.6.2. Contenido del sistema	90
4.6.3. Regulación interna del sistema.	91
4.6.4. Requisitos del sistema.	91
4.6.5. Obligaciones del DCV en la gestión del sistema.	92
C) ENTIDADES PARTICIPANTES.....	93
1. Condiciones de acceso a la actividad.....	93
2. Condiciones de ejercicio de la actividad.....	94
D) PATOLOGÍAS.....	96
1. Fallos en la liquidación.....	96
2. Concursos de entidades participantes.	98
VI.CONCLUSIONES.....	100
A) Sobre la post-contratación en general.	100
B) Sobre la compensación.....	101
C) Sobre la liquidación.	102

I. PRESENTACIÓN DEL ESTUDIO.

La elección de una materia como objeto de investigación debe venir precedida de la respuesta afirmativa a las **dos preguntas** siguientes: ¿Es **importante** la materia para la sociedad en la que habito? ¿Es **necesario** o, cuando menos, es **conveniente** el estudio de la materia?

Pues bien, la selección por mi parte del régimen de la compensación y liquidación de operaciones sobre valores en los mercados secundarios –que se denomina post-contratación- obedece a la **respuesta afirmativa** a ambas preguntas de tal manera que:

1. En primer lugar, se trata de una materia **importante** desde el punto de vista social y económico si tomamos como referencia el número de las transacciones que se compensan y liquidan en los mercados de valores y su volumen económico. Sirva como indicio de esta importancia cuantitativa el hecho de que, en la Bolsa española se negociaron, durante el pasado año 2016, operaciones por valor de 652.907 millones de euros; mientras que la negociación en el mercado de Deuda Corporativa de BME se situó en un volumen de a 172.962 millones de euros.

2. En segundo lugar, se trata de un estudio **necesario** -o, cuando menos, **conveniente**- porque nos encontramos ante una materia extremadamente compleja y difícil de explicar, comenzando por la terminología utilizada por nuestras leyes y reglamentos que, en ocasiones, parece más propia del lenguaje informático que del jurídico.

Llegados a este punto, conviene dejar claramente sentado el enfoque eminentemente **jurídico** de este estudio. Y ello porque la regulación de la compensación y liquidación de las operaciones sobre instrumentos financieros suele pecar, en ocasiones, de un mimetismo con los aspectos tecnológicos e informáticos que puede llevar a olvidar que nos encontramos, esencialmente, ante regulaciones de conductas humanas de sujetos y entidades que se asientan sobre una urdimbre de normas y acuerdos que establecen los derechos, los deberes y la responsabilidades de los actores que operan en éste ámbito. Y, en esa empresa, hemos de anticipar que este Estudio pretende, en gran medida, reconducir a las categorías jurídicas clásicas establecidas en el Código Civil y en el Código de Comercio las figuras complejas propias de este sector de la regulación financiera para evitar, en la medida de lo posible, que la

terminología nos deslumbre y caigamos en una suerte de adanismo jurídico improductivo

En definitiva, este estudio busca identificar los contornos y la sustancia de esta estructura jurídica de normas, acuerdos, derechos, deberes y responsabilidades que permiten que el sistema de compensación y liquidación funcione con seguridad jurídica y económica y que, en definitiva, se alcance el resultado de que el inversor que de una orden de venta de sus valores, tenga la certidumbre razonable de cobrar el precio en el término pactado; y el inversor que de una orden de compra de unos valores determinados, tenga la certidumbre razonable de recibirlos a cambio del precio. Porque conviene no olvidar la misión fundamental del Derecho al regular los mecanismos extremadamente sofisticados y complejos en los que se asienta la denominada “post-contratación” de operaciones sobre instrumentos financieros es garantizar la **protección de los inversores**. Esto es, lograr que, por una parte, el Sr. A (o un fondo de pensiones o de inversión), que da una orden de venta de sus acciones del Banco X que cotizan en Bolsa reciba en su cuenta los fondos procedentes de aquella venta; y, por otra parte, que la Sra. B (o un fondo de pensiones o de inversión), que da una orden de compra de acciones del Banco X, que es complementaria de la anterior, reciba en su cuenta aquellas acciones; es necesario que existan mecanismos eficientes de negociación de aquellos valores en los mercados secundarios. Es misión de la regulación de estos procesos concatenados –que nos evocan la imagen clásica de las “copas de champagne”- además de eficientes, sean seguros desde el punto de vista jurídico, esto, es, que se prevengan los fallos y que, en caso, de haberlos, los inversores tengan la seguridad de recibir, finalmente, en sus respectivos patrimonios los valores que han comprado o el dinero correspondiente a los que han vendido².

² Valga como ejemplo inicial de esta aproximación regulatoria jurídica a la materia el Considerando (5) del Reglamento (UE) n° 909/2014 cuando dice: “Es preciso establecer en un reglamento una serie de obligaciones uniformes que se impongan a los participantes en el mercado en relación con determinados aspectos del ciclo de liquidación y la disciplina en este proceso, así como fijar un conjunto de requisitos comunes para los DCV que gestionan los sistemas de liquidación de valores. La aplicabilidad directa de las normas contenidas en un reglamento permitirá garantizar que todos los organismos rectores del mercado y todos los DCV estén sujetos a las mismas obligaciones, normas y reglas, de aplicación directa. Un reglamento incrementará la seguridad y eficiencia de la liquidación en la Unión, al evitar las normas nacionales divergentes a que podría dar lugar la transposición de una directiva. Un reglamento reducirá la complejidad normativa que para los organismos rectores del mercado y los DCV se deriva de la existencia de diferentes normas nacionales y permitirá a los DCV prestar servicios transfronterizos sin tener que ajustarse a distintos requisitos nacionales, como los relativos a la autorización, la supervisión, la organización de los DCV o los riesgos de los DCV. Un reglamento que imponga requisitos idénticos a todos los DCV contribuirá igualmente a eliminar los falseamientos de la competencia”.

Interesa recordar que nos encontramos ante una materia fronteriza entre el **Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas y el Derecho del Mercado de Valores** porque dichas sociedades anónimas cotizadas deben representar obligatoriamente sus acciones mediante anotaciones en cuenta precisamente para posibilitar que las operaciones que, en forma de contratos de compraventa, las tienen por objeto puedan seguir el ciclo de compensación y liquidación multilateral que es esencia de los mercados secundarios de valores. En definitiva, la admisión a negociación de sus acciones en un mercado secundario oficial -que es rasgo legal definitorio de las sociedades anónimas cotizadas conforme al artículo 495 de la LSC- y la representación de aquellas por anotaciones en cuenta son otros tantos presupuestos de la compensación y liquidación centralizada de las operaciones de transmisión de la propiedad de las mismas.

Por último, conviene no olvidar que en estos fenómenos de la post-contratación es donde se manifiesta de una forma más intensa la **globalización** dada la facilidad de transacción internacional de los objetos, por cuanto se trata de valores anotados en cuenta; y de las operaciones, realizadas sobre la base de sistemas informáticos que permiten que, en fracciones de nanosegundos, miles o millones de acciones puedan pasar de un patrimonio ubicado en una esquina del Orbe a otro, que está en la esquina opuesta. Y esta globalización de la compensación y liquidación de las operaciones en los mercados secundarios de valores es una consecuencia de la globalización creciente de los mercados financieros. En el ámbito de la UE, esa globalización se manifiesta en forma de espacio de competencia armonizada entre las Entidades Rectoras de los mercados regulados de valores, las ECC y los DCV³; para lo cual se ha establecido un cuerpo normativo uniforme integrado por Reglamentos que ha sido incorporado a nuestro Ordenamiento, cambiando profundamente su fisonomía tradicional.

³ Anticipamos el listado general de abreviaturas que utilizaremos en este estudio: DCV: Depositario Central de Valores; ECC: Entidad de Contrapartida Central; MSOV: Mercado Secundario Oficial de Valores; SMN: Sistema Multilateral de Negociación; EMIR: Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones; RD 878/2015: Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial; TRLMV: Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.

Para alcanzar los objetivos mencionados, este Estudio se ordena en los **cinco apartados** siguientes: En el primero, de carácter introductorio, expondré la noción y la estructura de la **negociación** de los instrumentos financieros en los mercados secundarios de valores y, en particular, el régimen de la denominada –de forma manifiestamente mejorable- **post-contratación**. En el segundo, trataré de los dos **presupuestos** de aquella post-contratación que son: por una parte, el presupuesto técnico que consiste en el registro de los valores representados por anotaciones en cuenta; y, por otra, el presupuesto jurídico que consiste en la contratación mediante contratos de comisión y compraventa de valores. Entrando en materia, el tercer apartado lo dedicaré a exponer la primera etapa de la post-contratación que consiste en la **compensación** de operaciones en los mercados secundarios de valores, con particular atención al régimen de las Entidades de Contrapartida Central y de sus miembros compensadores. Seguiré con el apartado cuarto que lo dedicaré a exponer la segunda etapa de la post-contratación que consiste en la **liquidación** de operaciones en los mercados secundarios de valores, con especial detenimiento en el régimen de los Depositarios Centrales de Valores y de sus entidades participantes. Para acabar, en el apartado quinto, con unas **conclusiones** sobre la post-contratación en general y sobre la compensación y la liquidación en particular.

II. INTRODUCCIÓN: LA NEGOCIACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES. CONTRATACIÓN, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE OPERACIONES.

A) NOCIÓN Y ESTRUCTURA.

La negociación de instrumentos financieros en los mercados de valores se puede hacer, básicamente, de dos maneras: centralizada, en el ámbito de los mercados secundarios oficiales o regulados de valores; o descentralizada, al margen de aquellos. En este último caso, nos encontramos, por regla general, ante las operaciones “over the counter” (OTC) que tienen por objeto los contratos de derivados extrabursátiles.

En este Estudio examinaremos la negociación centralizada de los instrumentos financieros en los MSOV y en los SMN⁴ que podemos definir, “prima facie”,

⁴ Sobre estos SMN puede verse nuestro estudio sobre “La reforma de los sistemas multilaterales de negociación por la Ley 5/2015. Consecuencias del escándalo Gowex”, publicado en Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Facultad de

como el proceso de transmisión de la propiedad de 1 o varios instrumentos financieros por el cual pasan desde el patrimonio del sujeto A, que da una orden de venta de aquellos, al patrimonio del sujeto B, que da una orden de compra complementaria de la anterior; a cambio del precio pactado en dinero que pasa del patrimonio del sujeto B al del sujeto A. Este proceso se identifica, en términos económico-financieros, como “la cadena de valor de la negociación”⁵.

Establecemos este concepto de “negociación” circunscrito al ámbito de los MSOV y los SMN para precisar algunas nociones básicas de la regulación de los mercados de valores que utiliza el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (TRLMV) que comienza diciendo, en su art. 1, dedicado a su “objeto”: *“Esta ley tiene por objeto la regulación de los sistemas españoles de negociación, liquidación y registro de instrumentos financieros, estableciendo a tal fin los principios de su organización y funcionamiento, las normas relativas a los instrumentos financieros objeto de negociación y a los emisores de esos instrumentos, la prestación en España de servicios de inversión y el establecimiento del régimen de supervisión, inspección y sanción*

La regulación busca que estos procesos de subrogación real en los respectivos patrimonios del vendedor y del comprador se produzcan de forma eficiente y segura⁶. En este sentido, es imprescindible recordar que toda esta regulación técnica de la fase de post-contratación debe ser interpretada, en última instancia, para lograr la mejor protección de los inversores, guía radical de todo el régimen de nuestros mercados de valores, que se manifiesta como función de la CNMV en el art. 17.2 del TRLMV. Protección que se expresa jurídicamente como protección de los derechos que los valores confieren a sus titulares inversores.

En este sentido, es interesante recordar que el Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016, dice, en el apartado I de su Preámbulo: *“Por las funciones que desempeña, la Sociedad de Sistemas se encuentra en una*

Derecho, Universidad Complutense, depositados en el Archivo institucional EPrints Complutense, nº 2016/102 (junio 2016).

⁵ V. González Pueyo, J. “Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado”, CNMV, Monografía nº 39, Mayo 2010, pág. 11. donde señala: *“La conclusión de una orden de compraventa de acciones en un mercado secundario supone la realización de una serie de actividades que constituyen la cadena de valor de la negociación. La cadena comienza con la decisión de realizar una compra-venta (pre-negociación) y concluye con la liquidación y registro de la operación. Cada una de las actividades es realizada por las denominadas “infraestructuras de mercado”.*

⁶ Sobre los “objetivos públicos del marco regulador en el área de compensación, liquidación y registro” se pronunciaba el Informe conjunto de la CNMV y del Banco de España de diciembre de 2007 sobre “Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones”, CNMV, Madrid 2007, pág. 29 y ss.

posición clave para el reconocimiento de los derechos de los inversores del mercado de valores. Su participación en los procesos posteriores a la contratación en los centros de negociación es imprescindible para la adecuada satisfacción de los legítimos intereses de dichos inversores, esto es, la certidumbre sobre la efectiva adquisición de los valores comprados o el puntual cobro del precio de las ventas de valores”.

Esta negociación se desarrolla en una doble fase de contratación, a cargo de los miembros negociadores de los respectivos mercados regulados o mercados secundarios oficiales de valores (MSOV o de los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN)), dirigidos por las sociedades rectoras de los mismos; y de post-contratación, que se divide, a su vez, en dos etapas de compensación, a cargo de los miembros compensadores integrados en las Entidades de Contrapartida Central (ECC) y de liquidación, a cargo de las entidades liquidadoras participantes en un Depositario Central de Valores (DCV)⁷.

Si “traducimos” estas categorías utilizadas en la normativa del mercado de valores a las tradicionalmente usadas en el Derecho de obligaciones y contratos, encontramos que la fase de contratación se corresponde con la de perfección contractual por la coincidencia de la oferta y la aceptación (art. 1254 del Código Civil) mientras que la fase de post-contratación se acomoda a la ejecución del contrato (art. 1276 del Código Civil). Y, si queremos precisar más la identificación, partiendo de la identificación básica de las operaciones de mercado con contratos de compraventa, vemos que la fase de contratación se corresponde con la de gestación de la compraventa por asunción de las obligaciones recíprocas de entregar la cosa y pagar el precio (art. 1445 del Código Civil) mientras que la fase de post-contratación se acomoda a la ejecución de aquellas obligaciones del vendedor (art. 1461 y ss. del Código Civil) y del comprador (art. 1500 y ss. del Código Civil).

Estas dos etapas de compensación y liquidación de las operaciones realizadas en los mercados secundarios de valores se caracterizan por ser multilaterales porque, en cada jornada, se cruzan miles de órdenes de compra y de venta de valores procedentes de miles de inversores finales y retransmitidas por cientos de miembros de los mercados, que, por lo tanto, deben ser compensadas y

⁷ Desde el punto de vista terminológico, debemos aclarar que algunos informes realizados desde la perspectiva regulatoria y económico-financiera hablan de “negociación” para referirse a la primera fase de contratación y dividen la fase de post-contratación en tres etapas que con la compensación, la liquidación y el registro y custodia. Así lo podemos ver en el Informe conjunto de la CNMV y del Banco de España de diciembre de 2007 sobre “Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa” cit. pág. 13 y ss. Nos parece que la clasificación de fases y etapas que utilizamos en este estudio se acomoda mejor al régimen jurídico vigente.

liquidadas de forma centralizada para beneficiarse de las economías de escala; y ser, con frecuencia, transfronterizas, porque tales órdenes de compra y de venta se cruzan a menudo entre inversores radicados en países diferentes. Aun cuando los estudios tradicionales constatan un sesgo localista en las operaciones compensadas y liquidadas, al que no es ajena la carestía comparativa de las operaciones transfronterizas respecto de las domésticas y el consiguiente deseo de la UE de potenciar el mercado interior de la post-contratación mediante la apertura a la libre competencia, con el abaratamiento consiguiente de costes.

Según acabamos de indicar, en cada una de las dos fases de la negociación que hemos mencionado, intervienen infraestructuras y entidades intermediarias típicas con sus respectivos estatutos legales y reglamentarios que fijan sus derechos, sus deberes y sus responsabilidades⁸. Así:

En la primera fase de contratación, intervienen las sociedades rectoras de los MSOV y de los SMN con sus respectivos miembros negociadores.⁹

En la segunda fase de post-contratación, intervienen sendas infraestructuras¹⁰, con sus correspondientes miembros o participantes de modo tal que: En la primera etapa de la compensación, intervienen las ECC con sus miembros compensadores¹¹. Y, en la segunda etapa de liquidación, intervienen los DCV, con sus entidades participantes¹².

⁸ Desde el punto de vista económico-financiero González Pueyo, J. "Proceso de consolidación" cit., pág. 12. dice: *"En función de la etapa en la que se desarrollan las actividades, pueden distinguirse dos grandes tipos de infraestructuras de mercado: las infraestructuras de negociación y las de post-contratación (compensación, liquidación y registro-custodia). Infraestructuras de negociación: En las que confluyen oferta y demanda y se determinan los precios y cantidades de cada transacción. Infraestructuras de post-contratación que ofrecen servicios en cada una de las etapas siguientes a la negociación en mercado"*.

⁹ La CNMV tiene registradas como infraestructuras de contratación, en calidad de mercados secundarios oficiales, al Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE), a las cuatro Bolsas de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao, a AIAF Mercado de Renta Fija y a MEFF, Mercado de productos derivados; y, en calidad de SMN, al MAB, al MARF y a LATIBEX.

¹⁰ Reglamento (UE) N° 909/2014 Considerando (1): *"Los depositarios centrales de valores (DCV), junto con las entidades de contrapartida central (ECC), contribuyen en gran medida al mantenimiento de infraestructuras post-contratación que salvaguardan los mercados financieros y permiten a los participantes en el mercado confiar en que las operaciones con valores se ejecutarán adecuada y puntualmente, incluso en épocas de extrema tensión"*.

¹¹ La CNMV tiene registrada, como sociedad rectora de la infraestructura de postcontratación Entidad de Contrapartida Central (ECC), a BME Clearing, S.A.

¹² La CNMV tiene registrada, a IBERCLEAR (SOCIEDAD DE SISTEMAS) como sociedad rectora de las infraestructuras de postcontratación Depositarios Centrales de Valores, Central

Los sistemas de compensación y liquidación de valores en España están integrados en la sociedad holding Bolsas y Mercados Españoles (BME) y son los siguientes:

a) La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal cuyo nombre comercial es IBERCLEAR y que actúa como el DCV español encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas (SCLV), en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones (CADE), en AIAF Mercado de Renta Fija (SCLV-AIAF), así como en Latibex, el mercado de valores latinoamericanos en euros. IBERCLEAR gestiona dos plataformas de liquidación, CADE y SCLV. En la primera se liquidan los valores de renta fija (pública y privada) y, en la segunda, los valores negociados en la Bolsa.

b) Los Sistemas de Liquidación de Valores de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia.

c) MEFF (Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros) que actúa como mercado y cámara de compensación de futuros y opciones sobre bonos del Estado y el índice bursátil IBEX-35, así como futuros y opciones sobre acciones. MEFFCLEAR es una entidad que actúa como cámara de contrapartida central para las operaciones sobre valores de renta fija negociadas en mercados de valores entre los miembros liquidadores o clientes¹³.

Todos los sistemas de compensación y liquidación de valores españoles liquidan en dinero de banco central, es decir, la liquidación de la parte de efectivo de las operaciones de valores se efectúa en TARGET2-Banco de España.

El proceso de actuación sucesiva de las infraestructuras y entidades señaladas requiere la coordinación de las entidades implicadas en cada fase por medio de acuerdos entre las sociedades rectoras de los MSOV o los SMN, los DCV y las ECC. Así, la liquidación de operaciones sobre valores negociables admitidos en MSO o en SMN se efectuará por un DCV, con la previa intervención, en su caso, de una ECC designada por aquéllos¹⁴. Este principio de coordinación

de Anotaciones de Deuda del Estado (CADE) y Sistema de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV).

¹³ Fuente Banco de España. V. el “Comunicado de la CNMV sobre la evolución de la reforma de compensación, liquidación y registro y publicación de la nueva fecha de liquidación en D+2” de 6 de junio de 2016.

¹⁴ En este sentido, el Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 dedica su Título IX (art. 47 y ss.) a regular los “*enlaces con depositarios centrales de valores y acuerdos con mercados, sistemas de negociación, entidades de contrapartida central y otras entidades*”.

entre entidades e infraestructuras que intervienen en la fase de contratación y de post-contratación se manifiesta como una auténtica obligación, cuya inobservancia dará lugar a la responsabilidad administrativa correspondiente¹⁵.

Adviértase que la conexión entre compensación y liquidación no es unívoca porque los DCV pueden liquidar tanto operaciones previamente compensadas por una ECC como operaciones sin previa intervención de una ECC. En su momento veremos cómo esta doble hipótesis se refleja en la regulación de la gestión de los eventuales fallos en la liquidación que será diferente en caso de previa intervención de una ECC o sin ella. Y, como antecedente necesario, las sociedades rectoras de los MSO y de los SMN suscribirán acuerdos con al menos un DVC y, en su caso, con una o varias ECC¹⁶.

En este sentido, el Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016, dice, en el apartado II de su Preámbulo: *“La Sociedad de Sistemas, en tanto que gestor del Sistema de Liquidación de Valores, liquida las operaciones procedentes de mercados y sistemas multilaterales de negociación, así como las transacciones realizadas al margen de estos sistemas. En muchas ocasiones, la liquidación de operaciones se realiza por la Sociedad de Sistemas tras la intervención de una entidad de contrapartida central, que gestiona el riesgo de contrapartida de cada uno de los inversores individualmente considerados”*.

En todo caso, la estructura de acuerdos entre las entidades sucesivamente implicadas en la negociación de valores en los MSOV o en los SMN debe respetar dos derechos reconocidos a otros actores afectados por el proceso que buscan promover, en definitiva, la libre competencia entre las infraestructuras de post-contratación y que son:

a) Por una parte, las entidades emisoras de los valores, que tienen el derecho de designar la entidad encargada del registro contable¹⁷.

¹⁵ Así vemos que el art. 281.2 del TRLMV tipifica como infracción muy grave *“el incumplimiento, por parte de los miembros de los mercados secundarios oficiales y de los miembros de los sistemas multilaterales de negociación, de las obligaciones a que se refieren el artículo 93.1 y el artículo 328.4 respectivamente o su inadecuada coordinación con las entidades de contrapartida central y sus miembros, cuando tales conductas no tengan un carácter meramente ocasional o aislado”*; que se transformará en infracción grave si tienen dicho carácter (art. 294.3 TRLMV).

¹⁶ Art. 75.1 y 2 RD 878/2015.

¹⁷ Art. 49 del Reglamento (UE) nº 909/2014.

b) Por otra parte, los miembros de los MSOV o de los SMN, que tienen derecho a designar el sistema de liquidación de operaciones¹⁸. Este último derecho al libre acceso a los sistemas de liquidación se refuerza cuando vemos que el incumplimiento por los DCV de su deber de conceder aquel acceso, tras haber sido requerido por la CNMV, dará lugar a su responsabilidad administrativa¹⁹.

B) FUNCIÓN E IMPORTANCIA ECONÓMICA.

Sin perjuicio del carácter cualitativo y jurídico de este Estudio y antes de entrar en los aspectos regulatorios de la compensación y liquidación de las operaciones en los MSOV y en los SMN, no está de más hacerse una idea de la importancia económica del fenómeno cuya regulación vamos a analizar.

Si comenzamos por los volúmenes negociados en 2016 en los MSOV y SMN españoles, vemos los siguientes comportamientos por sectores²⁰:

a) En cuanto a la renta variable, la Bolsa española ha negociado 652.907 millones de euros, lo que representa un descenso del 32,1% respecto a las cifras del año 2015, y se corresponde con las caídas generalizadas de volúmenes registrada en los mercados de valores del mundo.

El número de negociaciones acumuladas hasta diciembre asciende a 54,4 millones, un 12,1% inferior al registrado en el ejercicio anterior. En los diferentes segmentos de negociación, encontramos que el efectivo acumulado hasta diciembre en el segmento de Fondos Cotizados (ETF) ha sido de 6.045 millones de euros, un 52,2% inferior al contabilizado en el ejercicio anterior. La cifra acumulada de negociaciones en ETFs hasta diciembre se sitúa en las 151.310, un 12,6% menos que las registradas en el año anterior. La actividad del segmento del mercado de warrants y certificados hasta diciembre alcanza los 715 millones de euros, con un retroceso del 34,7% respecto a 2015. El número de emisiones de warrants y certificados admitidos a negociación en 2016 asciende a 7.642, un 7% más que en 2015.

b) En lo que se refiere al mercado de futuros y opciones, el volumen negociado acumulado del año 2016 ha caído un 5,1% respecto al año anterior.

¹⁸ Art. 112 TRLMV y art. 75.3 RD 878/2015.

¹⁹ Así, el art. 288.1.i) del TRLMV tipifica como infracción muy grave de los DCV el incumplimiento del deber de conceder acceso tras haber sido requerido por la CNMV conforme a los arts. 49 a 53 del Reglamento (UE) 909/2014 que tratan del acceso a los DCV por parte de los emisores, de otros DCV y de otras infraestructuras de mercado. El art. 49.1 comienza diciendo que *“los emisores tendrán derecho a disponer que sus valores, cuando estén admitidos a negociación en mercados regulados o SMN o se negocien en centros de negociación, sean registrados en cualquier DCV establecido en cualquier Estado miembro, siempre que el DCV en cuestión cumpla las condiciones previstas en el artículo 23”*.

²⁰ Fuente: web de IBERCLEAR.

En particular, en diciembre de 2016 se han negociado 18.164 contratos de Futuros Ibex 35 Impacto Dividendo y 91.365 contratos de Futuros sobre Dividendos de Acciones lo que supone un aumento de 270,3% y 27%, respectivamente, respecto al mismo mes del año anterior. La negociación en estos contratos en el 2016 ha aumentado un 78,6% y 26,1%, respectivamente, respecto a 2015. La negociación en Opciones sobre Acciones también ha tenido un comportamiento positivo con un volumen de 3,8 millones de contratos, lo que representa un aumento del 7% respecto al mismo mes del año anterior. La negociación acumulada en 2016 ha supuesto un aumento del 6,9% respecto al año anterior. El volumen negociado en el 2016 en Futuros sobre IBEX 35 y Mini IBEX ha caído un 7,4% y 21,4%, respectivamente, respecto al año anterior.

c) En cuanto al mercado de renta fija, la negociación en el mercado de Deuda Corporativa de BME, en el conjunto del año 2016 el volumen de negociación se eleva a 172.962 millones de euros, un 66,4% por debajo de la de 2015. El volumen acumulado entre enero y diciembre asciende a 174.816 millones de euros, con un incremento del 60,6% respecto al ejercicio 2015.

Las nuevas emisiones admitidas a negociación en el mercado de Deuda Corporativa en el mes de diciembre registran una cifra de 17.310 millones de euros, un 19,3% más elevada que la de diciembre de 2015 y alcanzan los 130.143 millones entre enero y diciembre, con una reducción del 10,8% respecto al acumulado del pasado año. Las admisiones a negociación registradas en el mes de diciembre en el MARF se sitúan 129 millones de euros en diciembre, con un alza del 34% y alcanzan los 2.280 millones de euros en el conjunto del año, duplicando holgadamente el volumen del año 2015 (174,3%). La negociación de Deuda Pública registrada en diciembre en SENAF, la plataforma electrónica de Deuda Pública para mayoristas de BME, se situó en 14.275 millones de euros, un 47,5% más elevada que en diciembre de 2015.

C) REGULACIÓN DE LA POST-CONTRATACIÓN EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES.

1. Regulación internacional: los “Principios para las infraestructuras de los mercados financieros” de IOSCO de 2012.

Los “Principios para las infraestructuras de los mercados financieros” publicados en el año 2012 por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV/IOSCO) junto con el Banco Internacional de Pagos (Bank for International Settlements, BIS)²¹ parten de la base de que las infraestructuras de los mercados financieros (Financial Market Infrastructures, FMIs) -en cuanto facilitan la compensación, liquidación y registro de las transacciones

²¹ Principles for financial market infrastructures, Committee on Payment and Settlement Systems / Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, April 2012.

financieras- juegan un papel crítico para promover la estabilidad financiera. Por lo tanto, si no son gestionadas adecuadamente, pueden significar un riesgo importante para el sistema financiero y una fuente potencial de contagio, especialmente en periodos de tensión en los mercados. Aun cuando las FMIs tuvieron un comportamiento adecuado durante la crisis financiera, algunos acontecimientos acaecidos en la misma pusieron de manifiesto un riesgo efectivo en la gestión de las mismas.

Por lo anterior, el Comité de Sistemas de Pago y Compensación del BIS y el Comité Técnico de IOSCO publicaron dichos principios que buscan armonizar y reforzar los estándares internacionales existentes para los sistemas de pago, los DCV y las ECC que tienen importancia sistémica. Y ello con dos objetivos de política regulatoria que se sintetizan en torno a las ideas de seguridad, entendida como gestión adecuada de los riesgos típicos que afectan a estas FMIs (riesgo sistémico, legal, crediticio, de liquidez, general del negocio, de custodia e inversión y operativo); y de eficiencia, entendida como el uso óptimo de los recursos de las FMIs y de sus partícipes en el desarrollo de sus funciones.

Estos principios establecen una noción amplia de las infraestructuras de los mercados financieros (FMIs), que definen, en su apartado 1.8, como *“un sistema multilateral entre instituciones que participan en el mismo, incluyendo su operador, usadas para las finalidades de compensación, liquidación o registro de pagos, valores, derivados y otras transacciones financieras”* y que abarca a las infraestructuras específicas de los mercados de valores (Central counterparty, CCP o ECC y Central securities depository, CSD o DCV) además de los sistemas de pagos (Payment system, Ps) los sistemas de liquidación de valores (Securities settlement system, SSS) y los registros de transacciones (Trade repository, TR). En lo que a nuestro interés afecta, la mayor parte de los principios señalados resultan aplicables a las infraestructuras específicas de los mercados de valores (Central counterparty, CCP o ECC y Central securities depository, CSD o DCV) que comparten una serie de mínimos comunes denominadores regulatorios, de los que nos ocuparemos a lo largo de este estudio²².

En concreto, se trata de 24 principios que se refieren a los siguientes aspectos de las FMIs: a) Organización general, aspecto que tratan los tres primeros

²² Cfr. lo que sucede con nuestro RD 878/2015, que dedica el primer capítulo de su título II, dedicado a la compensación y liquidación de valores, a establecer un conjunto de disposiciones comunes a las ECC y a los DCV.

principios referidos a las bases jurídicas, la gobernanza y el marco de gestión de riesgos. b) La gestión de los riesgos de crédito y liquidez, aspecto del que tratan los principios 4 a 7 referidos al riesgo de crédito, al riesgo de liquidez y a las garantías aptas para cubrir las exposiciones a dichos riesgos. c) Liquidación, aspecto del que tratan los principios 8 a 10 que se ocupan, en concreto, de la finalidad de las FMI de proporcionar una liquidación final clara y cierta y de las liquidaciones dinerarias y mediante entregas físicas. d) Los DCV y los sistemas de liquidación mediante cumplimiento simultáneo de obligaciones recíprocas, aspecto al que se dedican los principios 11 y 12. e) Gestión de incumplimientos, aspecto al que se dedican los principios 13 y 14, que tratan de las reglas y procedimientos que deben establecer las FMI para gestionar los eventuales incumplimientos de sus miembros y de la segregación y portabilidad de las posiciones de los clientes finales en caso de incumplimiento de sus miembros. f) Gestión de riesgo de negocio y riesgo operacional de las FMI, aspecto al que se dedican los principios 15 a 17, que prestan una especial atención a los riesgos de custodia e inversión por pérdida o retraso en el acceso a los activos de las entidades que participan en las FMI. g) Acceso a los FMI, aspecto al que se dedican los principios 18 a 20, que tratan de los requisitos objetivos y transparentes que deben permitir un acceso abierto a los FMI. h) Eficiencia y eficacia de los FMI en el servicio que prestan a sus miembros y a los mercados, aspecto al que se dedican los principios 21 y 22. i) Transparencia, aspecto al que se dedican los principios 23 y 24, que se proyecta sobre las reglas, procedimientos y datos recopilados de los mercados de valores en los que operan las FMI.

Por último, interesa advertir que los Principios que acabamos de citar se refieren a la vida de las FMI -en particular, de las dos infraestructuras de post-contratación en los mercados de valores (ECC y DCV)- en condiciones normales de funcionamiento. Pero las autoridades internacionales implicadas en la supervisión financiera vienen realizando, desde el año 2012, diferentes estudios y documentos sobre el rescate de entidades financieras en crisis que comprenden a las ECC y a los DCV. En efecto, si vamos de lo general a lo particular, vemos como estos documentos se han referido:

Primero, a los intermediarios financieros en general como es el caso del documento sobre los “Atributos básicos para la efectividad de los regímenes de resolución de entidades financieras” publicado por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), en su última versión, el 15 de octubre de 2014²³.

²³ En este documento (“Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions”) se exponen las 12 características de tales regulaciones referidas a su finalidad, a

Segundo, a las infraestructuras de los mercados financieros (o de post-contratación), como el documento publicado en octubre de 2014 por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV/IOSCO) junto con el Banco Internacional de Pagos (BIS) sobre el “Rescate de las infraestructuras de los mercados financieros” (“Recovery of financial market infrastructures”) que trata de la planificación de la recuperación, los instrumentos de recuperación en general y los adecuados específicamente para las infraestructuras de los mercados financieros.

2. Derecho de la UE.

La fase de post-contratación de los instrumentos financieros en los mercados secundarios de valores, con sus dos etapas de compensación y liquidación de valores a cargo de las respectivas infraestructuras, a saber, las ECC y los DCV están reguladas en sendos Reglamentos que son:

2.1. El Reglamento (UE) nº 648/2012 (EMIR).

El Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR)²⁴ establece la regulación de tres aspectos de la post-contratación que son: la compensación de los derivados extrabursátiles (Título II); el estatuto de las ECC que comprende sus condiciones de acceso a la actividad de compensación mediante una autorización administrativa (Título III) y las condiciones de ejercicio de su actividad de compensación, con los requisitos que les resultan exigibles (Título IV); y el régimen de los registros de operaciones (Título VI).

Este Reglamento ha sido objeto de un intenso desarrollo normativo mediante normas de segundo nivel²⁵, entre las que podemos citar, a título de ejemplo y entre las más recientes, el

la autoridad de resolución, a los poderes de resolución, a la separación de activos de clientes y garantías, a las salvaguardas, a la financiación de las entidades sujetas a resolución, a las condiciones legales para la cooperación transfronteriza, a la gestión de las crisis de grupos de entidades financieras, a los acuerdos específicos de cooperación transfronteriza, a los activos resolubles, a la planificación de la reestructuración y la resolución y al acceso a la coordinación informativa.

²⁴ DOUE 27.07.2012.

²⁵ V. los documentos siguientes: “EBA and ESMA Report on the functioning of the Regulation (EU) no 575/2013 (CRR) with the related obligations under Regulation (EU) no 648/2012 (EMIR)” ESAS 2017-82 | 11 January 2017; “Questions and answers. Implementation of the Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories

Reglamento Delegado (UE) 2017/104 de la Comisión de 19 de octubre de 2016 por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) no. 148/2013 por el que se completa el Reglamento (UE) no. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los elementos mínimos de los datos que deben notificarse a los registros de operaciones y el Reglamento de Ejecución (UE) 2017/105 de la Comisión de 19 de octubre de 2016 por el que se modifica el Reglamento de Ejecución (UE) no. 1247/2012 por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas al formato y la frecuencia de las notificaciones de operaciones a los registros de operaciones, de conformidad con el Reglamento (UE) no. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones. Ambos publicados en el DOUE de 21.01.2017.

En cuanto a la incorporación de los mandatos de este Reglamento a nuestro Ordenamiento, interesa destacar la referencia expresa que hacía el apartado III del Preámbulo de la Ley 10/2014 cuando decía: *“Además de las modificaciones oportunas para la adecuada transposición de la Directiva 2013/36/UE, entre las modificaciones de la Ley 24/1988, de 28 de julio, debe destacarse la actualización de la regulación de las entidades de contrapartida central para hacerla compatible con el Reglamento (UE) nº 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones y su normativa de desarrollo, que entraron en vigor en 2012 y 2013”*.

Conviene tener en cuenta que las obligaciones de compensación de los derivados extrabursátiles establecidas en el Título II de este EMIR no afectan directamente al objeto de este Estudio y, por ello, tampoco afectan los incumplimientos de obligaciones de este EMIR tipificadas como infracciones muy graves en el art. 287 del TRLMV y como graves en el art. 298.2 del mismo cuerpo legal.

A modo de ejemplo de la aplicación de estas obligaciones de compensación de los derivados extrabursátiles y de su eventual exención, interesa destacar la Comunicación de 30 de enero de 2017 de la CNMV por la que anuncia que ha acordado eximir a los fondos de pensiones personales españoles de la obligación de compensación centralizada establecida en el EMIR, al amparo de lo dispuesto en el art. 89.2 de dicho Reglamento. En dicha Comunicación, la CNMV informa también de que la exención fue solicitada por Inverco y contó con el informe favorable de ESMA y EIOPA y que, tras las prórrogas aprobadas por la Comisión Europea, la exención acordada ahora estará en vigor, en principio, hasta el 18 de agosto de 2018.

(EMIR)”. 1 February 2017 | ESMA70-1861941480-52; “ESMA’s supervision of credit rating agencies, trade repositories and monitoring of third country central counterparties. 2016 Annual Report and 2017 Work Programme”, 3 February 2017 | ESMA80-1467488426-27.

2.2. El Reglamento (UE) nº 909/2014.

El Reglamento (UE) nº 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) nº 236/2012²⁶ establece la regulación de la liquidación de valores, incluyendo el régimen de las anotaciones en cuenta (Título II) y el estatuto de los DCV que comprende sus condiciones de acceso a sus actividades de registro de los valores y liquidación de operaciones sobre los mismos mediante una autorización administrativa y las condiciones de ejercicio de sus actividades (Título III) así como de sus entidades participantes (Título VI).

La relevancia de este Reglamento (UE) nº 909/2014 en nuestro Ordenamiento se refleja en la DT 4ª del TRLMV que, con ocasión del proceso de adaptación del mismo, se refiere al *“nuevo sistema de compensación, liquidación y registro de valores”* así como en el art. 288 que tipifica las *“infracciones por incumplimientos del Reglamento (UE) nº 909/2014, de 23 de julio de 2014”*.

El apartado 5 de dicha Disposición Transitoria 4ª del TRLMV añade que la CNMV *“supervisará los cambios técnicos necesarios para acometer la reforma de los sistemas actuales de compensación, liquidación y registro de los mercados secundarios oficiales de valores”*.

2.3. Factores comunes a ambos Reglamentos.

Los dos Reglamentos reguladores de las infraestructuras de la post-contratación comparten una serie de factores comunes que son:

a) Primero, su finalidad de incrementar la competencia en el sector. Así, el Reglamento de 2014 manifiesta expresamente que busca la apertura del mercado interior de liquidación de valores que debería permitir a cualquier inversor de la UE invertir en todos los valores de la UE con la misma facilidad y utilizando los mismos procedimientos que para los valores nacionales. Para ello debe superar la fragmentación que obstaculiza la liquidación transfronteriza y hace pesar sobre ella riesgos y costes adicionales. De modo tal que es necesario promover la competencia entre los DCV, dada la importancia sistémica que tienen, para que los participantes en el mercado puedan elegir a

²⁶ DOUE 28.08.2014

sus proveedores y para reducir la dependencia respecto de proveedores de infraestructura determinados²⁷.

b) Segundo, ambos Reglamentos se refieren a las dos infraestructuras de post-contratación en los mercados de valores (ECC y DCV) en condiciones normales de funcionamiento. Por ello, es importante recordar que, en el ámbito de la UE, se han publicado iniciativas sobre la resolución las crisis de los intermediarios financieros no bancarios en general, como el caso del documento de la Comisión Europea de 2012 de “Consulta sobre un marco para la reestructuración y resolución de las instituciones financieras no bancarias”²⁸ e iniciativas legislativas, como la Propuesta de Reglamento para la reestructuración y resolución de las ECC que presentó la Comisión el 28 de noviembre de 2016, de la que nos ocuparemos al tratar del régimen de estas ECC.

c) Por último, hay que tener en cuenta que los dos procesos de post-contratación, la compensación y la liquidación de operaciones sobre valores en MSOV o en SMN, al recaer sobre contratos de compraventa, tienen dos objetos que se intercambian que son los valores y el dinero. Pues bien, el diferente significado de ambos objetos ha tenido influencia determinante, dentro de la jurisprudencia comunitaria, a la hora de limitar la atribución de determinadas competencias de regulación, por ejemplo, al BCE. Así, la STGUE de 4 de marzo de 2015 (asunto T-496/11, Reino Unido y otros contra Banco Central

²⁷ Reglamento (UE) N° 909/2014 C (4). El Informe conjunto de la CNMV y del Banco de España de diciembre de 2007 sobre “Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa” cit. pág. 19 y ss. se refería a los “*elementos de competencia y riesgo en la post-contratación*”. Entre nosotros, ya en 2010, González Pueyo, J. “Proceso de consolidación” cit., pág. 39 decía: “*Las actuaciones de los reguladores sobre las actividades de post-contratación podrían centrarse en la consecución de dos objetivos básicos: El reforzamiento de la seguridad del sistema por sus implicaciones sobre el riesgo sistémico. Por un lado, un problema en la liquidación de valores por parte de una entidad puede extenderse al resto de participantes, y por otro, es necesario un sistema de registro que garantice la integridad de las titularidades de los valores. La puesta en marcha de un marco normativo homogéneo aplicable a la postcontratación, que facilite la competencia en aquellos procesos donde desde un punto de vista de eficiencia económica sea posible y a unos costes razonables. Además, en los grupos consolidados verticalmente debe garantizarse que los precios de acceso a los servicios de post-contratación no impidan la competencia en los servicios de negociación*”. Y añadía: “*Varios autores asemejan los servicios de post-contratación con otros sectores de red (network industries) como servicios postales, ferrocarriles, aeropuertos y electricidad. Lannoo y Levin (2001) buscan los paralelismos con el proceso de liberalización de la industria de telecomunicaciones iniciado en el año 1983 en la UE*”.

²⁸ Este documento (“Consultation on the possible framework for the recovery and resolution of nonbank financial institutions”) se refería, principalmente, a las entidades aseguradoras, a las Entidades de Contrapartida Central (ECC) y a los Depositarios Centrales de Valores (DCV).

Europeo) estableció que las competencias regulatorias del Banco Central Europeo sobre los sistemas de compensación y liquidación de valores comprenden la faceta de las transferencias de fondos derivadas de las operaciones de compensación, pero no alcanza los aspectos de transferencias de valores que resultan de aquellas mismas operaciones. Por lo tanto, dado que la regulación de las ECC afecta a la actividad de las infraestructuras de compensación de valores; el Banco Central Europeo carece de competencias para exigir que aquellas entidades estén domiciliadas dentro de un Estado miembro de la zona euro. Y ello llevó a anular el marco de vigilancia del Eurosistema publicado por el Banco Central Europeo el 5 de julio de 2011 en la medida en que establece aquella exigencia de domiciliación²⁹.

3. Derecho español.

La fase de post-contratación de los instrumentos financieros en los mercados secundarios de valores, con sus dos etapas de compensación y liquidación de valores a cargo de las respectivas infraestructuras, a saber, las ECC y los DCV está regulada³⁰ en:

3.1. Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores.

El Capítulo VI del Título IV (“mercados secundarios oficiales valores”) del TRLMV trata de la “compensación, liquidación y registro de valores e infraestructuras de post-contratación” (art. 93 a 117). En concreto, tras identificar las normas que integran el régimen de compensación, liquidación y registro de valores, aquel capítulo trata de dos tipos de aspectos:

a) De los dos aspectos específicos de la post-contratación que son: Primero, la liquidación, regulando la liquidación de operaciones y los derechos u obligaciones de contenido económico asociados a los valores, las garantías orientadas a mitigar el riesgo de liquidación y el régimen jurídico y la

²⁹ Ver nuestro comentario en “El Tribunal General de la Unión Europea delimita las competencias regulatorias del Banco Central Europeo sobre los sistemas de compensación de valores (Comentario a la STGUE de 4 de marzo de 2015, asunto T-496/11, Reino Unido y otros contra Banco Central Europeo)” en La Ley Unión Europea nº 27, junio 2015.

³⁰ Ver, por todos, Cazorla Prieto, L. M^a. “La reciente reforma del sistema español de post-contratación”, ponencia previa a la mesa redonda “Securities Clearing and Settlement: thoughts after the latest reform” celebrada en el marco del XIV Congreso Harvard-Complutense de Derecho mercantil “International Arbitration and Banking Corporate Governance: A Transatlantic Perspective” el 24 de octubre de 2016 en el Harvard Law School bajo el auspicio del Real Colegio Complutense de Harvard.

autorización de los DCV (en particular, de sus requisitos, obligaciones, facultades y funciones, de la participación en los mismos, de su memoria y presupuesto, de sus normas internas y de las reglas aplicables en caso de concurso de una entidad participante en un DCV). En segundo término, el capítulo señalado trata de la compensación, regulando en concreto, el régimen jurídico y la autorización de las ECC, los requisitos, obligaciones, facultades y funciones de aquellas, la participación en las mismas, su memoria y presupuesto, sus estatutos sociales y reglamento interno, sus requisitos de organización, sus miembros compensadores, las reglas aplicables en caso de incumplimiento o concurso.

b) De los dos aspectos comunes de la post-contratación que son Primero, el acceso a las infraestructuras de post-contratación, que abarca la elección del sistema de compensación y liquidación o de la ECC, el derecho a designar un sistema de liquidación y el acceso a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación. Segundo, el sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables, indicando las obligaciones del DCV en relación con dicho sistema, el régimen jurídico del resto de agentes en relación con el mismo y el seguimiento y control del correcto funcionamiento de los sistemas de negociación, compensación, liquidación y registro de valores.

Conviene llamar la atención sobre el régimen sancionador de las infracciones relativas a los sistemas de compensación y liquidación y registro de valores contenido en el Capítulo V del Título VIII del TRLMV por su extraordinaria utilidad a la hora de fijar las obligaciones de los diferentes sujetos implicados en la fase de la post-contratación para determinar, de forma directa, su responsabilidad administrativa y, de forma refleja, su responsabilidad civil (e incluso penal). Además, debemos recordar que, estando contenida la normativa sustancial de la post-contratación en disposiciones comunitarias con forma de Reglamentos, al legislador nacional (en este caso, al español) le queda la función de concretar el aparato sancionador. Y, cuando contemplamos cómo se ha hecho en el TRLMV, vemos que hay dos tipos de infracciones relativas a los sistemas de compensación y liquidación y registro de valores que con:

a) Infracciones –muy graves y graves- por incumplimiento de deberes fijados en el TRLMV sobre la base de la incorporación indirecta o mediata de las obligaciones establecidas en los dos Reglamentos citados³¹.

b) Infracciones –muy graves y graves- por incumplimiento de deberes fijados en el Reglamento (UE) nº 648/2012 y 909/2014 por remisión directa o inmediata de las aquellas obligaciones establecidas en los dos Reglamentos citados³².

3.2. Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores.

El desarrollo reglamentario de la fase de post-contratación lo encontramos en el Título II (arts. 57 a 85) del RD 878/2015. Este Reglamento -publicado en el BOE nº 237 del 3 de octubre de 2015 y que entró en vigor, por regla general, el 3 de febrero de 2016- sustituyó al Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles que derogó³³. El nuevo Reglamento respondió a la necesidad de desarrollar las modificaciones introducidas en la Ley del Mercado de Valores en materia de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación.

Tal y como indicaba su preámbulo, la razón última de este nuevo Reglamento residió en la necesaria adaptación de nuestro derecho a una serie de disposiciones del Derecho de la UE (el Reglamento (UE) nº 648/2012, el Reglamento (UE) nº 909/2014, etc.). Además, hay que tener en cuenta que este mismo año comenzará a funcionar el proyecto TARGET2-Securities, impulsado por el Eurosistema, para crear una plataforma paneuropea que lleve a cabo la liquidación de operaciones sobre valores.

³¹ Son las infracciones muy graves y graves relativas a los sistemas de compensación y liquidación y registro de valores tipificadas en los arts. 281 y 294 del TRLMV, respectivamente.

³² Son las infracciones muy graves y graves tipificadas en los arts. 287 y 288 y en el art. 298.2, 3 y 4 de TRLMV, respectivamente.

³³ Sobre aquel RD 116/1992, V. ANGULO RODRIGUEZ, L., «La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero», en DN, núm. 19, 1992. Sobre los antecedentes, v. BROSETA PONT, M., «Problemática jurídica de la custodia, compensación y administración de valores a través de una entidad de depósito», en Coloquio de Derecho Bursátil, Bilbao, 1970; GARRIGUES, J., «El Decreto de 25 de abril de 1974 sobre liquidación de operaciones bursátiles desde el punto de vista del Derecho mercantil», Madrid, Bolsa de Madrid, 1974; y SÁNCHEZ ANDRÉS, A., «Sobre las orientaciones del Proyecto de Real Decreto para la Representación de Valores por medio de Anotaciones en Cuenta y Compensación y Liquidación de Operaciones Bursátiles», en la RGD, núm. 571, abril 1992.

Este RD 878/2015, tras ocuparse de la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y su registro (Título I); regula la compensación y liquidación de valores (Título II), estableciéndose unas disposiciones comunes aplicables a las ECC y a los DCV y unas disposiciones especiales sobre la compensación centralizada de operaciones y la consiguiente liquidación de valores³⁴. En este último aspecto, el RD 878/2015 establece unas disposiciones específicas aplicables a los DCV, unas reglas generales sobre liquidación de valores e infraestructuras de mercado y unas reglas aplicables al procedimiento de liquidación de valores negociables. Por último, el Reglamento citado desarrolla el sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores.

3.3. La evolución del sistema español de compensación y liquidación de valores.

3.3.1. El régimen de la post-contratación en la redacción original de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

La fase de la post-contratación se regulaba, en la Ley 24/1988, en torno a la infraestructura del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, de la que se ocupaba el art. 54, inserto en el Capítulo II del Título IV, dedicado a las Bolsas de Valores. Este Servicio se configuraba como una sociedad anónima a la que se atribuían las dos funciones esenciales de llevar el registro contable correspondiente a valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores y representados por medio de anotaciones en cuenta y de gestionar, en exclusiva, la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las Bolsas de Valores.

El estatuto jurídico de aquel Servicio de Compensación y Liquidación de Valores ya recogía algunas de las notas esenciales que informan el de los DCV en la actualidad porque debía actuar bajo principios de rentabilización de sus recursos propios y cobertura por sus usuarios del coste de los servicios prestados, no podía realizar ninguna actividad de intermediación financiera ajena a las propias de su estatuto legal, sus estatutos sociales y sus modificaciones requerían la previa aprobación de la CNMV y se contemplaba la

³⁴ Téngase en cuenta que este Reglamento se ocupó, en tercer lugar, de la transparencia de los emisores cotizados, incorporando a nuestro Ordenamiento los mandatos armonizadores de la Directiva 2013/50/UE, y, para ello, modifica el Real Decreto 1310/2005 y el Real Decreto 1362/2007, sobre los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea

posible existencia de entidades adheridas que actuaran como depositarias de los títulos o que lleven las cuentas individualizadas correspondientes a los valores de quienes no ostenten aquella condición.

3.3.2. El régimen de la post-contratación en la reforma de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

La primera reforma estructural profunda del sistema de compensación y liquidación de valores llegó de la mano de la Ley 44/2002, que fomentaba la integración de los sistemas de compensación y liquidación de valores existentes en España con el objetivo de reducir de costes y eliminar barreras para una posible unión con los sistemas de otros países³⁵. De tal modo que su art. 1 llevaba por título el de *“integración de los sistemas de compensación y liquidación de valores”* y preveía la adición de un nuevo artículo 44 bis en la LMV, en el que se imponía expresamente la constitución de una sociedad anónima denominada Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U. o Sociedad de Sistemas, que opera en la actualidad como el DCV español y que se creó a partir de la fusión del antiguo SCLV y CADE³⁶.

3.3.3. El régimen de la post-contratación en la Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

La siguiente reforma estructural del sistema español de compensación, liquidación y registro de operaciones sobre valores negociables e instrumentos financieros se realizó con la Ley 32/2011, que partió de la convicción de que estas actividades que se desarrollan tras la contratación en sentido estricto, que culminan con el cambio de titularidad de los valores y el registro de los mismos y que permiten, en definitiva, que tenga lugar el intercambio de valores por efectivo; aun cuando resulten tradicionalmente menos visibles que los

³⁵ Así, en la Exposición de Motivos de la referida Ley se señalaba que la multiplicidad de sistemas de compensación y liquidación existentes en España había dificultado la integración de los mercados de valores españoles con sus homólogos europeos. Igualmente, se señalaba que la Ley establecía a lo largo de su articulado las modificaciones legales necesarias para llevar a cabo un proceso de integración de los sistemas de compensación y liquidación. V. Santillán Fraile, R. “Integración de los sistemas de compensación y liquidación de valores”, en Sánchez Calero, F./Sánchez-Calero Guilarte, J., “Comentario a la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero”, Madrid 2003, pág. 19 y ss.

³⁶ De tal manera que la disposición derogatoria única, letra b), de la mencionada Ley 44/2002, derogó el artículo 54 de la LMV en el que se contenía el régimen del antiguo SCLV.

mecanismos de la fase de contratación, resulta imprescindible que estos “engranajes de la postcontratación” funcionen adecuadamente y proporcionen la necesaria seguridad jurídica para garantizar la eficiencia, la competitividad y la estabilidad del sistema financiero así como la protección de los inversores. En concreto, esta reforma se basó en tres grandes ejes que fueron³⁷: Primero, la introducción en los servicios de postcontratación de la figura de las ECC que realizan funciones de interposición por cuenta propia entre compradores y vendedores de las transacciones efectuadas sobre valores, asumiendo el riesgo de contrapartida y de la compensación de valores y efectivo derivada de las mismas. Segundo, la eliminación de los mecanismos de aseguramiento en la entrega en el ámbito de la Sociedad de Sistemas. Tercero, la eliminación del actual sistema de control basado en las referencias de registro para pasar a un sistema basado exclusivamente en saldos, estableciéndose procedimientos alternativos de control.

3.3.4. La “desintegración” de la post-contratación.

Acabamos de ver como la regulación de la post-contratación ha pasado de estar integrada en una sola infraestructura del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, de la que se ocupaba el art. 54 de la LMV de 1988 en su redacción original; a dos infraestructuras de post-contratación” que se ocupan, por un lado, de la compensación (ECC) y, por otro, de la liquidación y registro de valores (DCV) en los 93 a 117 del TRLMV de 2015. Es por ello por lo que esta nueva regulación ha producido una suerte de “desintegración” del sistema tradicional de compensación y liquidación de valores porque hemos transitado desde el sistema precedente, en el que la negociación de valores en los mercados bursátiles –con sus fases de contratación, compensación y liquidación- estaba integrada funcional y estructuralmente (en la denominada estructura de “silo”); al nuevo sistema en el que la negociación de valores en los mercados bursátiles se desintegra, en el sentido de que las fases de contratación, compensación y liquidación se encomiendan a diferentes entidades o infraestructuras y, por ello, se desintegra funcional y estructuralmente (con una estructura de diferentes “pajares”).

Conviene aclarar las causas y los efectos de esta nueva estructura desintegrada, funcional e institucionalmente:

³⁷ Ver la Exposición de Motivos de la Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

a) En cuanto a sus causas, es evidente que la desintegración del sistema de negociación de valores en dos subsistemas de contratación y post-contratación, con sus dos etapas de compensación y liquidación; cada una de las cuales se atribuye a entidades diferentes y, en particular, a infraestructuras diversas, como son las ECC y los DCV, abre la competencia en el mercado europeo para que infraestructuras radicadas en diferentes Estados miembro puedan compensar y liquidar operaciones en todo el ámbito de la UE. A estos efectos, debemos recordar que, la ciencia económica nos recuerda que, en las infraestructuras de mercado y post-contratación, la regulación determina si el servicio se presta en régimen de monopolio o, por el contrario, se permite la competencia entre diferentes proveedores³⁸. En este punto, no debemos olvidar la paradoja regulatoria que supone el BREXIT porque, habiendo exportado el RU su modelo de negociación desintegrado al ámbito de la UE, su salida de esta Unión –con la consiguiente salida de la City londinense- deja una suerte de legado ajeno a la tradición regulatoria de la compensación y liquidación integrada (como en el caso español) por un país que no será Estado miembro al que se aplicará el modelo desintegrado.

b) En lo que se refiere a sus efectos, la desintegración señalada produce efectos jurídicos muy notables porque, en la compensación, la ECC se interpone entre las partes de modo tal que la ECC, tras la aceptación de las operaciones y el registro de las mismas en sus cuentas de acuerdo con sus propias reglas; produce la novación de las operaciones aceptadas, convirtiéndose en comprador para el vendedor y en vendedor para cada comprador (art. 63 RD 878/2015).

De esta forma, la interposición de la entidad central entre las partes y la consiguiente novación contractual –que hasta ahora era propia de los mercados secundarios de futuros y opciones, en los que las sociedades rectoras se interponían entre vendedores y compradores- se generaliza a los mercados secundarios de valores y SMN. Esta interposición obligará a estar particularmente atentos a las patologías del sistema para ver cómo las infraestructuras de post-contratación señaladas gestionan los incumplimientos o las eventuales situaciones concursales de sus miembros compensadores, en el caso de las ECC; o entidades participantes, en el caso de los DCV.

En todo caso, es importante constatar que esta desintegración local en pos de incrementar la competencia internacional o, cuando menos, europea es, en

³⁸ V. González Pueyo, J. “Proceso de consolidación” cit., pág. 14.

cierta medida, contradictoria con la tendencia a la consolidación de las infraestructuras de mercado³⁹.

También resulta de especial interés recordar que uno de los objetivos perseguidos en las operaciones de consolidación de infraestructuras es lograr una masa crítica de operaciones que permita alcanzar y explotar las economías de escala y externalidades de red. Para ello, utilizar las mismas infraestructuras técnicas de negociación y post-contratación conlleva una mayor eficiencia operativa y unos menores costes para los participantes. Sin embargo, las diferencias técnicas y operativas pueden llegar a impedir la consolidación entre infraestructuras, particularmente en el área de compensación y liquidación⁴⁰.

III. PRESUPUESTOS DE LA POST-CONTRATACIÓN EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES.

Esta segunda fase del proceso de negociación centralizada de valores en los mercados secundarios que se denomina post-contratación y abarca la compensación y liquidación de operaciones descansa, lógica y cronológicamente, sobre dos presupuestos: uno primero que denominaremos “técnico” y consiste en el registro de los valores representados por anotaciones en cuenta y otro segundo, que denominaremos “jurídico” y consiste en la contratación mediante contratos de comisión y compraventa de valores.

³⁹ V. González Pueyo, J. “Proceso de consolidación” cit., pág. 15 que decía: “Los avances en las comunicaciones, la incorporación de sistemas electrónicos de negociación, las modificaciones y armonizaciones normativas internacionales, y los cambios en la estructura de propiedad de las bolsas, han facilitado la competencia entre los mercados, la ampliación de su ámbito de actuación y los procesos de consolidación, como estrategia para hacer frente al nuevo entorno competitivo global. En este contexto, pueden distinguirse dos tipos de consolidación de infraestructuras: Consolidación horizontal, en la que se produce la fusión de instituciones o sistemas que proveen los mismos servicios de negociación o post-contratación en diferentes mercados y/o jurisdicciones. Consolidación vertical, que da origen a los denominados “silos”, que integran todos los procesos de la cadena de valor de la negociación (negociación y postcontratación). Como ejemplos de silos europeos pueden destacarse Deutsche Börse Group y Bolsas y Mercados Españoles (BME). Entre los motivos por los cuales los mercados inician acuerdos estratégicos o fusiones se encuentran: i) incrementar el poder de mercado o defenderse de la competencia en el sector mediante la adquisición/fusión con los principales rivales, ii) incrementar la gama de productos ofrecidos, iii) acceder a mercados foráneos, iv) diversificar ingresos y áreas de negocio y v) acceder a sistemas de negociación con tecnología superior.”

⁴⁰ Así lo señalaba González Pueyo, J. “Proceso de consolidación” cit., pág. 22 quien añadía: “Un informe de expertos liderados por Alberto Giovannini identificó ya en 2001 una serie de barreras a la integración de las actividades de compensación y liquidación en Europa. Se detectaron diez barreras relacionadas con requerimientos técnicos y prácticas de mercado, tres por incertidumbres legales y dos relacionadas con la fiscalidad”.

A) PRESUPUESTO TÉCNICO: EL REGISTRO DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR ANOTACIONES EN CUENTA.

1. Presupuesto técnico común de la contratación y de la post-contratación de valores.

Antes de abordar el examen de las dos etapas de la post-contratación, conviene ubicarlas en un contexto que viene determinado, en primer término, por el presupuesto técnico que deriva de la representación forzosa de los instrumentos financieros transmitidos mediante anotaciones en cuenta y la consiguiente exigencia de su registro contable centralizado. En efecto, la representación forzosa de los instrumentos financieros transmitidos mediante anotaciones en cuenta y la consiguiente exigencia de su registro contable centralizado mediante un registro central a cargo de un DCV de valores y unos registros de detalle gestionados por las entidades participantes es el presupuesto técnico común de la contratación y de la post-contratación de valores.

La regulación comunitaria del registro contable centralizado está inspirada en los dos principios siguientes:

a) Primero, el principio de seguridad jurídica y económica del sistema, especialmente necesaria en un contexto de creciente complejidad de los métodos de tenencia y transferencia de valores con los efectos colaterales de incrementar la eficiencia de la liquidación y garantizar la integridad de las emisiones de valores⁴¹. Integridad de las emisiones que figura como uno de los objetivos básicos de esta regulación. Lo que lleva a tipificar –en nuestro TRLMV- como infracción muy grave de las entidades encargadas de los registros contables “*la llevanza de los registros contables correspondientes a*

⁴¹ El Considerando (11) del Reglamento (UE) N° 909/2014 señala que esta seguridad es la razón por la que “*el presente Reglamento prevé el registro en forma de anotaciones en cuenta de todos los valores negociables admitidos a negociación o negociados en los centros de negociación regulados por la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo (7) y por el Reglamento (UE) no 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo*”. Y el Considerando (42) añade: *Habida cuenta del papel primordial que desempeñan los sistemas de liquidación de valores en los mercados financieros, resulta oportuno que, al prestar sus servicios, los DCV pongan el máximo empeño en asegurar la liquidación a tiempo de las operaciones con valores y la integridad de la emisión de valores. El presente Reglamento no debe afectar a la legislación nacional que regula en cada Estado miembro las tenencias de valores y los dispositivos destinados a mantener la integridad de las emisiones de valores*”.

*valores representados mediante anotaciones en cuenta con retraso, inexactitud u otra irregularidad sustancial*⁴².

Según veremos más adelante, nuestro Ordenamiento incorpora este principio esencial de la integridad de las emisiones de valores mediante instrumentos tales como los “arqueos” periódicos y complementarios que deben realizar tanto los DCV como sus entidades participantes para salvaguardar la correspondencia exacta entre el número total de valores correspondientes a una misma emisión y el acreditado en las cuentas correspondientes, tanto en el registro central como en los registros de detalle⁴³.

b) Segundo, el principio de flexibilidad, que opera en dos sentidos: funcional, porque no se quiere imponer un método en particular para el registro inicial de las anotaciones en cuenta, que puede consistir en una inmovilización o en una desmaterialización de partida; e institucional, ya que no procede imponer el tipo de institución que ha de registrar los valores en forma de anotaciones en cuenta en el momento de la emisión, por lo que se debe permitir desempeñar tal función a distintos agentes, incluidos los registradores de la emisión⁴⁴.

Según veremos después, nuestro Ordenamiento opta, en lo funcional, por la desmaterialización de partida, con la constitución genérica y específica de los valores mediante anotaciones en cuenta; y, en lo institucional, por la centralización del registro en los DCV.

2. Rasgos básicos de la representación de los valores negociables por medio de anotaciones en cuenta relevantes para la fase de post-contratación.

⁴² Art. 281.6 TRLMV.

⁴³ Véase, al respecto, el art. 73.2.a) del RD 878/2015. El art. 16 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 regula la *“integridad de la emisión y control de saldos”*.

⁴⁴ El Considerando (11) del Reglamento (UE) nº 909/2014 matiza esta flexibilidad funcional e institucional añadiendo que *“no obstante, una vez que las operaciones con esos valores se ejecuten en los centros de negociación regulados por la Directiva 2014/65/UE y el Reglamento (UE) no 600/2014 o se ofrezcan como garantía real en las condiciones previstas en la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (9), esos valores deben estar registrados en el sistema de anotaciones en cuenta de un DCV a fin de garantizar, entre otras cosas, que todos ellos puedan liquidarse a través de un sistema de liquidación de valores. La inmovilización y la desmaterialización no deben suponer merma alguna de los derechos de los titulares de los valores, y deben realizarse de un modo que garantice que los titulares de los valores puedan verificar sus derechos”*.

Un análisis somero del régimen establecido en el Capítulo II del Título I del TRLMV⁴⁵ y en el Título I del RD 878/2015⁴⁶ nos permite caracterizar el sistema de representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta (sistema tabular)⁴⁷ –frente al sistema de representación por títulos- como el sistema moderno, porque se ha extendido a todo tipo de valores, públicos y privados, en nuestro país a partir de la LMV de 1988 y, en la práctica, desde el RD 116/1992 y, en el Derecho vigente, en el RD 878/2015); informático, porque se basa en la incorporación de los derechos inherentes a la posición de titular del valor respectivo a registros informáticos, haciendo uso de técnicas de manejo de información y de la contabilidad y estableciendo el carácter constitutivo de

⁴⁵ Este capítulo se ocupa “*de los valores negociables representados por medio de anotaciones en cuenta*” regulando la representación de los valores, el documento de la emisión, las entidades encargadas del registro contable, el sistema de registro y tenencia de valores, la constitución de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, su transmisión, la constitución de derechos reales limitados y otros gravámenes sobre aquellos, la legitimación registral y el principio de tracto sucesivo, los certificados de legitimación y el traslado de valores y la regla de la prorrata.

⁴⁶ Este Reglamento se refiere, primero, a la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, regulando, en particular, la anotación en cuenta como modalidad de representación de los valores negociables, la constancia y publicidad de las características de los valores negociables representados por medio de anotaciones en cuenta y su régimen jurídico. Se diferencia nítidamente el sistema de registro contable de valores negociables según estén admitidos o no a negociación en mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación. De tal manera que el registro de los admitidos operará en dos niveles conformando el llamado sistema de doble escalón. El primer escalón se encuentra en un registro central gestionado por el depositario central de valores mientras que el segundo escalón está compuesto por los llamados registros de detalle que gestionan las entidades participantes en dicho depositario. Mientras que el registro de los valores no admitidos operará conforme a un sistema de único escalón, que residirá en la entidad encargada del registro contable.

⁴⁷ V., sobre los antecedentes, v. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., «Un nuevo registro jurídico de bienes: el sistema de anotaciones en cuenta de valores», RCDI, núm. 593, julio-agosto 1989; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «Naturaleza jurídica de los valores tabulares», RDBB, 1999; MARTÍ SANCHEZ, N., «La representación de valores mediante anotaciones en cuenta en el derecho español», en la RDBB, núm. 74, abril-junio 1999; MARTÍNEZ ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Valores mobiliarios anotados en cuenta: concepto, naturaleza y régimen jurídico», ed. Aranzadi, 1997; MENDOZA VILLAR, M., «El sistema de anotaciones en cuenta desde una perspectiva jurídica», en Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero, núm. 36, 1991; PAZ-ARES RODRÍGUEZ, J. C., «La desincorporación de los títulos-valor. El marco conceptual de la anotación en cuenta», El nuevo mercado de valores: Seminario sobre el nuevo Derecho español y europeo del Mercado de Valores, Madrid, 1995; PÉREZ DE LA CRUZ BLANCO, A., «Anotaciones en cuenta de la crisis documental de los valores mobiliarios», Estudios de Derecho Bancario y Bursátil homenaje a Evelio Verdura y Tuells, La Ley, Madrid, 1994; RECALDE CASTELLS, A.J., «La desmaterialización de los valores privados en España (el sistema de anotaciones en cuenta)», Estudios de Derecho Mercantil homenaje al profesor Manuel Broseta Pont, vol III, Valencia, 1995; SÁNCHEZ CALERO, F., «La Bolsa y el sistema de anotaciones en cuenta», en la RDBB, 1987; Id. «Régimen de los valores representados por anotaciones en cuenta», en Verdura y Tuells (coord.), El nuevo mercado de valores, Bolonia, 1993.

las inscripciones en los registros; y predominante, porque constituye una condición necesaria para la negociación de los valores en un MSO o en un SMN⁴⁸ y porque la reversión de las anotaciones en cuenta en títulos exigirá la autorización previa de la CNMV⁴⁹.

Para explicar el régimen de las anotaciones en cuenta conviene partir del que hemos denominado “principio de equivalencia” de los efectos jurídicos que producen los actos materiales tradicionales sobre los títulos-valores respecto de ciertas operaciones informáticas sobre los valores anotados en cuenta. Esta equivalencia se manifiesta de las siguientes maneras: Mientras la transmisión de la propiedad del derecho incorporado se produce, con carácter general, en los títulos-valores, mediante la tradición o entrega del documento; este mismo efecto se logra en las anotaciones en cuenta mediante transferencia contable⁵⁰. Lo mismo se puede decir respecto a la constitución de derechos reales y, en especial, de la prenda, que, en los títulos-valores, opera a través del desplazamiento posesorio; mientras que, en las anotaciones en cuenta, se produce mediante la inscripción informática de dicho gravamen⁵¹.

La constitución de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se desarrolla en dos fases:

a) La fase de constitución genérica de la emisión y de constancia y publicidad de las características de los valores. Ello se logra a través de un proceso que comienza con el documento de emisión que: en el caso de valores participativos deberá ser elevado a escritura pública, que podrá ser la escritura de emisión; y, en el caso de valores no participativos, podrá elevarse a escritura pública de forma potestativa o podrá ser sustituido por el folleto informativo aprobado y registrado en la CNMV, la publicación en el boletín oficial correspondiente, en el caso de valores emitidos por el Estado o por las CCAA o la certificación expedida por las personas facultadas si los valores serán objeto de negociación en un SMN establecido en España. La entidad emisora y la entidad encargada del registro contable deberán tener una copia de tales documentos a disposición de los titulares de los valores y del público en general, estableciéndose diversos mecanismos de publicidad de dicha

⁴⁸ Art. 30 RD 878/2015.

⁴⁹ Art. 6.3 TRLMV y art. 5 RD 878/2015.

⁵⁰ Art. 11 TRLMV y art. 13 RD 878/2015.

⁵¹ Art. 12 TRLMV y art. 14 RD 878/2015. Ver nuestro Manual de Derecho del Mercado Financiero cit., pág. 268 y ss.

escritura⁵². Hay que tener en cuenta que deberá darse publicidad y constancia a las modificaciones de las características de los valores anotados; lo que se consigue, en el caso de emisiones de Deuda del Estado o de la CCAA, mediante la publicación de las características de la emisión en los Boletines Oficiales respectivos⁵³.

El art. 20 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 se refiere a la “primera inscripción de valores” en los siguientes términos: “1. La Sociedad de Sistemas realizará la primera inscripción de los valores en el Registro Central, una vez tenga a su disposición el documento de la emisión al que se refiere el artículo 7 de la Ley del Mercado de Valores, conforme a la información recibida por cuenta de la entidad emisora. 2. La Sociedad de Sistemas comunicará a las entidades con cuentas en el Registro Central el saldo que les ha sido anotado en sus cuentas como consecuencia de la primera inscripción y éstas, a su vez, realizarán la inscripción de los valores en sus Registros de Detalle, quedando los valores anotados a nombre de cada titular”.

b) La fase de constitución específica de los valores anotados, que se logra mediante su primera inscripción en el correspondiente registro contable⁵⁴. Esta inscripción es requisito previo para su negociabilidad y para su admisión a negociación bursátil. Cabe añadir que es posible rectificar las inscripciones inexactas, para lo cual será necesario resolución judicial, salvo en el caso de los errores puramente materiales o aritméticos⁵⁵.

Por último, en cuanto a la legitimación del titular y el ejercicio de los derechos políticos y económicos inherentes a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, se parte de un principio de legitimación registral del titular de los valores anotados⁵⁶ y se establece un medio específico de legitimación, cual es el de los certificados⁵⁷ desarrollándose reglamentariamente su forma de expedición, su alcance y la inmovilización registral de los valores respecto de los que estén expedidos aquellos certificados. Hay que destacar muy especialmente el hincapié que se hace tanto en la TRLMV (art. 14.2) como en el RD 878/2015 (art. 21.2) sobre la nulidad de los actos de disposición que tengan por objeto los certificados con el propósito de evitar que se produzca un fenómeno de «regresión» hacia los

⁵² Art. 89 RD 878/2015.

⁵³ Art. 7 TRLMV y arts. 7 a 11 RD 878/29015.

⁵⁴ Art. 10 TRLMV y art. 12 RD 878/2015.

⁵⁵ Art. 24 RD 878/2015.

⁵⁶ Art. 13 TRLMV y art. 16 RD 878/2015.

⁵⁷ Art. 14 TRLMV y arts. 19 a 22 RD 878/2015.

títulos-valores. El ejercicio de los derechos económicos inherentes a los valores se realizará a través de entidades adheridas o encargadas en cuyos registros estén inscritos los valores o con su asistencia⁵⁸, lo que nos pone en relación con el apartado siguiente.

3. Rasgos básicos del registro contable de los valores admitidos a negociación.

3.1. Vinculación esencial entre el registro de los valores anotados y la compensación y liquidación de las operaciones: el modelo del “circuito cerrado” a cargo de los DCV.

Debemos partir de la vinculación esencial entre el registro de los valores anotados y la post-contratación de los mismos mediante la compensación y liquidación de las operaciones realizadas sobre aquellos que puede exponerse conforme al siguiente silogismo: si la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta y su consiguiente registro centralizado es requisito esencial para su negociación en un MSOV o en un SMN; y si el proceso de negociación acaba con la compensación y la liquidación de las operaciones realizadas sobre aquellos valores; entonces, la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta y su consiguiente registro centralizado es presupuesto esencial de la compensación y la liquidación de las operaciones realizadas sobre aquellos valores⁵⁹.

Si a lo anterior añadimos la coincidencia en unas mismas entidades -que son los DCV- de la llevanza de este registro inicial de los valores a nivel central y de la liquidación final de las operaciones sobre aquellos, llegaremos a dibujar un “circuito cerrado” en la negociación sobre los valores que comienza y acaba en manos de estos DCV.

Partiendo de esta vinculación esencial entre el registro de los valores anotados y la compensación y liquidación de las operaciones realizadas sobre aquellos, hemos de exponer los rasgos básicos de dicho registro; comenzando por

⁵⁸ Art. 26 RD 878/2015.

⁵⁹ Esta vinculación se aprecia desde el mismo art. 1 del TRLMV que empieza diciendo que *“tiene por objeto la regulación de los sistemas españoles de negociación, liquidación y registro de instrumentos financieros”*. Encontramos otro síntoma evidente de esta vinculación funcional en el art. 27.3 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 cuando exige: *“Todos los sistemas de liquidación de órdenes de transferencia de valores y efectivo gestionados por la Sociedad de Sistemas tendrán la misma estructura del registro de valores”*.

recordar los que interesan al funcionamiento de los registros contables en general; como es la vigencia de principios registrales clásicos cuales son los de prioridad y tracto sucesivo⁶⁰.

El art. 17 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece los "principios registrales" diciendo: *"Son principios que inspiran y rigen el funcionamiento del sistema de registro: a) La legitimación registral, presumiéndose titular legítimo al que aparezca en los asientos del registro contable; b) La presunción de exactitud respecto del contenido del registro contable; c) La prioridad; d) El tracto sucesivo; y, e) La fungibilidad de los valores e instrumentos correspondientes a una misma emisión y que tengan iguales características"*.

Hemos de recordar, también, que la representación por medio de anotaciones en cuenta será requisito necesario para que determinados valores sean admitidos a negociación en un MSO o en un SMN. Como excepción, los valores extranjeros representados mediante títulos podrán ser negociados en MSO y en SMN y ser registrados en los depositarios centrales de valores establecidos en España⁶¹.

El régimen de la llevanza del registro contable de los valores anotados admitidos a negociación en un MSO o en un SMN está establecido en el artículo 8 y concordantes del TRLMV y en el Capítulo II del Título I del RD 878/2015 (arts. 30 a 47)⁶². Y los deberes que se imponen a las entidades encargadas del registro se refuerzan con la tipificación como infracción muy grave del *"incumplimiento por los depositarios centrales de valores y por las entidades participantes en los sistemas de registro, de las normas sobre registro de valores del título I, capítulo II y del título IV, capítulo I, cuando se produzca un daño patrimonial a una pluralidad de inversores"*⁶³.

3.2. Sistema del "doble escalón".

⁶⁰ Art. 17 RD 878/2015.

⁶¹ Art. 6.2 TRLMV y arts. 30 y 38 RD 878/2015.

⁶² Sobre los antecedentes, v. MARTÍNEZ ECHEVARRÍA Y GARCÍA DE DUEÑAS, A., «Los registros contables de valores», Revista Aranzadi de Derecho Patrimonial, núm. 2, 1999; GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., «Posesión, registro contable y valores negociables tabulares», en la RDBB, núm. 119, 2010.

⁶³ Art. 281.4 TRLMV.

Para estos valores negociados se sigue el sistema del “doble escalón”⁶⁴, así denominado porque se articula en dos niveles o escalones:

a) El primer escalón es el registro central gestionado por el DCV⁶⁵ que llevará dos tipos de cuentas de valores: a.1) Cuentas propias en las que se anotarán los saldos de valores cuya titularidad corresponda a la entidad participante. a.2) Cuentas de terceros que podrán ser generales, en las que se anotarán, de forma global, los saldos de valores correspondientes a los clientes de la entidad participante, o a los clientes de una tercera entidad que hubiera encomendado a la entidad solicitante la custodia y el registro de detalle de los valores de dichos clientes; y cuentas individuales en las que se anotarán, de forma segregada, los saldos de valores correspondientes a aquellos clientes de las entidades participantes que soliciten la llevanza de este tipo de cuentas en el registro central⁶⁶.

Esta segregación busca la protección de los activos de los participantes en el DCV y de sus clientes, porque, como dice el Considerando (42) del Reglamento (UE) nº 909/2014: *“para aumentar la protección de los activos de los participantes en el DCV y de sus clientes, el presente Reglamento debe exigir a los DCV que segreguen las cuentas de valores de cada participante y ofrezcan, previa solicitud, la posibilidad de una mayor segregación de las cuentas de los clientes de los participantes, servicio que, en algunos casos, solo estará disponible a un precio superior, que será abonado por los clientes de los participantes que soliciten una mayor segregación. Es importante que se exija a los DCV y sus participantes que ofrezcan tanto servicios de segregación en cuentas globales de clientes como servicios de segregación individualizada por clientes, de modo que cada cliente pueda elegir el nivel de segregación que considere adecuado para sus necesidades”*.

Los deberes del DCV se reflejan en forma de la tipificación como infracción muy grave del incumplimiento de los requisitos que deben reunir los servicios que presta sobre “protección de los valores de los participantes y de sus clientes” contenidos en el art. 38 del Reglamento nº 909/2014 *“cuando con ello*

⁶⁴ El Informe conjunto de la CNMV y del Banco de España de diciembre de 2007 sobre “Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa” cit. pág. 18 se refería a los dos modelos básicos de llevanza del registro central: de tenencia directa mediante un escalón único o de tenencia indirecta mediante un doble escalón.

⁶⁵ La web de IBERCLEAR señala, entre sus funciones, la de *“llevar el registro contable correspondiente a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, conforme a lo establecido en la Ley de Mercado de Valores; de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores, conforme a la designación realizada por las correspondientes Sociedades Rectoras; así como a los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación, conforme a la designación que realicen los órganos rectores de los correspondientes mercados y sistemas”*.

⁶⁶ Art. 9.2 TRLMV y art. 32 RD 878/2015.

*se ponga en grave riesgo la integridad del sistema de liquidación o registro, o se perjudiquen gravemente los intereses de los participantes o de los titulares de valores, o se pongan en grave riesgo los valores de los participantes o de sus clientes*⁶⁷.

b) El segundo escalón lo integran los registros de detalle que llevará cada entidad participante con cuentas generales de terceros en el que se reflejará a qué clientes corresponden los saldos de valores anotados en dichas cuentas en el registro central⁶⁸. Estos deberes se reflejan en forma de tipificación como infracción muy grave del *“incumplimiento por parte de las entidades participantes en los sistemas gestionados por depositarios centrales de valores o en otros sistemas de compensación y liquidación de los mercados secundarios oficiales o de los sistemas multilaterales de negociación de las normas que regulen sus relaciones con los correspondientes registros contables de carácter central”*⁶⁹.

En este sentido, interesa constatar que el art. 7 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece dos tipos de entidades participantes que son: las entidades participantes simples, que estarán autorizadas a mantener, exclusivamente, cuentas propias de valores en el Registro Central; y las entidades participantes registradoras, que estarán adicionalmente autorizadas a solicitar la apertura de cuentas generales de terceros, cuentas individuales de terceros, incluyendo cuentas especiales de intermediario financiero, ya sea como subtipo de cuenta propia o subtipo de cuenta individual de terceros.

3.3. Funcionamiento del registro contable de estos valores negociables admitidos a negociación.

El registro contable de estos valores negociables admitidos a negociación y representados necesariamente mediante anotaciones en cuenta está sometido a una serie de disposiciones específicas que regulan los aspectos siguientes⁷⁰:

a) El funcionamiento de los registros central y de detalle en cuanto a las reglas de inscripción, bloqueo y cancelación mediante los abonos o adeudos en las

⁶⁷ Art 288.1.f) TRLMV.

⁶⁸ Art. 9.3 TRLMV y art. 33 RD 878/2015. Sobre los antecedentes, v. HERNÁNDEZ SAINZ, E., «Las entidades encargadas de los registros de anotaciones en cuenta: organización y régimen de responsabilidad», en la RDBB, núm. 61, 1996.

⁶⁹ Art 281.7 TRLMV.

⁷⁰ El Título IV (art. 14 y ss.) del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 regula el régimen de la *“llevarza del registro contable”*.

cuentas respectivas, el control de los registros de detalle, el control de saldos del sistema, la exclusión de valores de negociación, el registro contable de valores extranjeros y el registro interno de los préstamos de valores⁷¹. b) Las prácticas de las inscripciones, comenzando por la primera inscripción en los DCV y entidades participantes de valores representados por medio de anotaciones en cuenta y siguiendo por la inscripción de transmisiones derivadas de la compraventa de valores admitidos a negociación en un MSOV o en un SMN o de otras transmisiones, así como de la constitución, cancelación y transmisión de derechos reales limitados o de otros gravámenes y de la amortización de valores⁷². c) La gestión de los derechos y obligaciones de contenido económico asociados a los valores, con especial referencia al ejercicio del derecho de suscripción preferente⁷³. d) La aplicación supletoria del RD 878/2015 a los instrumentos financieros, distintos de valores negociables, admitidos a negociación en MSOV o en SMN, tras sus normas específicas⁷⁴.

Por último, el estatuto de las entidades que llevarán los registros de los valores anotados se integra por sus derechos de retribución conforme a las tarifas comunicadas a la CNMV y de carácter público⁷⁵; sus deberes de suministrar datos a las emisoras sobre la identidad de sus accionistas⁷⁶, llevar un libro diario de inscripciones⁷⁷ y conservar la información que permita reconstruir los asientos practicados⁷⁸; y sus responsabilidades por los perjuicios que causen la falta de práctica de las inscripciones, las inexactitudes o los retrasos en las mismas o, en general, la infracción de las reglas aplicables⁷⁹.

B) PRESUPUESTO JURÍDICO: LA CONTRATACIÓN MEDIANTE CONTRATOS DE COMISIÓN Y COMPRAVENTA DE VALORES.

1. Presupuesto jurídico común de la compensación y liquidación de valores.

⁷¹ Arts. 34 a 38 y 46 RD 878/2015.

⁷² Arts. 39 a 43 RD 878/2015.

⁷³ Arts. 44 y 45 RD 878/2015.

⁷⁴ Art. 47 RD 878/2015.

⁷⁵ Art. 27 RD 878/2015.

⁷⁶ Art. 23 RD 878/2015.

⁷⁷ Art. 25 RD 878/2015.

⁷⁸ Art. 29 RD 878/2015.

⁷⁹ Art. 8.4 TRLMV y art. 28 RD 878/2015. La responsabilidad administrativa por la infracción de estos deberes se tipifica en los arts. 281.6 y 294.1 del TRLMV.

Según vimos en el apartado A) del epígrafe I de este Estudio, la negociación de los instrumentos financieros en los mercados secundarios de valores pasa por dos fases: la de contratación, en la que se produce el acuerdo de voluntades de la parte vendedora con la compradora, con la intermediación de los miembros del MSOV o del SMN; y la de post-contratación, en la que aquel acuerdo se ejecuta mediante la compensación centralizada de operaciones y la liquidación de las mismas.

Por lo tanto, es antecedente lógico y cronológico necesario de la compensación centralizada de operaciones y la liquidación de las mismas que son objeto de este estudio la fase de contratación. Y es por ello por lo que conviene exponer los rasgos básicos de este presupuesto jurídico de la post-contratación, comenzando por recordar que la contratación en los mercados secundarios de valores se integra, según veremos, por dos contratos de comisión bursátil de venta y de compra de los instrumentos financieros admitidos a negociación que, al ser complementarios, desembocan en un contrato de compraventa.

2. La estructura jurídica básica de las operaciones sobre valores en los MSOV y de los SMN: las dos comisiones complementarias de compra y de venta que concluyen en una compraventa.

Si partimos de la base de que la fase de la post-contratación tiene por objeto la compensación y liquidación de las operaciones sobre valores concertadas en los MSOV y en los SMN, procede hacer una referencia sintética a la estructura jurídica básica de tales operaciones empezando por señalar que las transmisiones de valores negociables o instrumentos financieros admitidos a negociación en un MSOV pueden tener la consideración legal de operaciones del respectivo MSOV o quedar al margen de tal consideración, de tal modo que son operaciones de un MSOV las transmisiones por título de compraventa u otros negocios onerosos característicos del MSOV respectivo de valores negociables o instrumentos financieros admitidos a negociación en el mismo que se efectúen con sujeción a sus reglas de funcionamiento⁸⁰; quedan al margen de aquella consideración de operaciones de un MSOV las transmisiones de los valores o instrumentos financieros admitidos a negociación en el mismo que se hagan bien a título oneroso diferente de la

⁸⁰ Art. 83.1 TRLMV. Ver nuestro Manual de Derecho del Mercado Financiero cit., pág. 501 y ss.

compraventa o de los otros negocios onerosos característicos del MSOV en cuestión, o bien a título lucrativo⁸¹.

Sin centrarnos nuestra atención en las operaciones propias de los MSOV o de los SMN, vemos que las mismas se asientan en una estructura jurídica básica integrada por dos tipos de contratos que se desarrollan en dos fases:

a) En una primera fase, el inversor interesado en adquirir o enajenar valores negociables o instrumentos financieros negociados en un MSOV o en un SMN se dirige a un intermediario habilitado para recibir y transmitir o ejecutar por sí mismo la orden de compra o de venta que reciba. Estas primeras relaciones antecedentes a las operaciones de mercado en sentido estricto se acomodan a la estructura jurídica del contrato de comisión mercantil por el que el inversor actúa como comitente y el intermediario como comisionista. En el desarrollo de estos servicios de inversión tipificados en la letra a) del art. 140 del TRLMV, el intermediario comisionista está obligado a cumplir las normas de conducta generales del Título VI de la LMV y los deberes específicos de conducta de los miembros de los MSOV establecidos en el Capítulo III del Título IV del TRLMV⁸².

b) En una segunda fase, el intermediario habilitado ejecuta la orden de compra o de venta (art. 140.b TRLMV) recibida por cuenta del inversor comitente mediante un negocio de realización de dicha comisión que adopta la forma jurídica de compraventa u otro negocio oneroso característico del MSOV respectivo (art. 83 LMV).

Adviértase que existen algunas regulaciones específicas de las operaciones que influyen en su compensación y liquidación, entre las que podemos destacar las siguientes: El sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado regulado por la Orden de 25 de marzo de 1991, modificada por la de 23 de diciembre de 1998; y el préstamo de valores negociados en un MSOV cuya finalidad sea la disposición de los mismos para su enajenación posterior, para ser objeto de préstamo o para servir como garantía en una operación financiera⁸³; y los préstamos garantizados por medio de valores admitidos a negociación en un MSOV.

⁸¹ Art. 83.2 TRLMV.

⁸² Así, por ejemplo, el establecido en el art. 71.1 que obliga a los miembros de un MSOV a ejecutar las órdenes que reciba de sus clientes.

⁸³ Art. 84 TRLMV.

IV. COMPENSACIÓN DE OPERACIONES EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES.

A) NOCIÓN.

1. Compensación centralizada de operaciones.

Debemos comenzar aclarando que, en este Estudio, nos ocupamos de la compensación de las operaciones sobre instrumentos financieros –primarios o derivados⁸⁴- que se realizan de forma centralizada en el marco de un mercado regulado o MSOV o de un SMN. Sin perjuicio de ello, hemos de recordar que el EMIR establece la obligación de compensar, en determinados supuestos, los contratos de derivados extrabursátiles que se negocian al margen de aquellos mercados regulados o SMN (OTC)⁸⁵.

⁸⁴ El Reglamento (UE) nº 600/2014, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (MIFIR) se ocupa –en su título V (art. 28 y ss.)- de la obligación de negociación (y, en su caso, de compensación) de los derivados. A estos efectos, procede mencionar el Reglamento Delegado (UE) 2016/2020 de 26 de mayo de 2016 por el que se completa el MIFIR en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los criterios dirigidos a determinar si los derivados sujetos a la obligación de compensación deben estar sujetos a la obligación de negociación. En este Reglamento Delegado se desarrolla una previsión del MIFIR que establece que las contrapartes financieras y no financieras que realicen operaciones sobre determinadas categorías de derivados que presenten un interés suficiente por parte de terceros en sus compras y ventas y un nivel de liquidez suficiente estarán sometidas a las obligaciones de compensación y, en su caso, de negociación de aquellos derivados en un mercado regulado o en un SMN. En concreto, la Comisión establece los criterios que deberá aplicar la AEVM / ESMA para determinar si una categoría de derivados presenta un interés suficiente por parte de terceros en sus compras y ventas. Criterios que se refiere a la frecuencia y al volumen medio de las operaciones, al número y tipos de participantes activos en el mercado de tales derivados y al valor medio de las horquillas de precios en dicho mercado

⁸⁵ Ello es así porque la crisis financiera global de 2008 mostró que el riesgo sistémico para el sistema financiero internacional podía provenir no sólo de las operaciones en mercados regulados sino también -y muy especialmente- de determinados contratos sobre derivados extrabursátiles contratados en distintas monedas (credit default swaps, derivados de tipos de interés, etc.). En consecuencia, el EMIR trata que este ámbito no se convierta en una especie de “terra ignota” de donde provengan “monstruos financieros” descontrolados y, así, su título II (art. 3 y ss.) trata de la “compensación, notificación y reducción del riesgo de los derivados extrabursátiles”. Comenzando por establecer que “las contrapartes deberán compensar todos los contratos de derivados extrabursátiles pertenecientes a una categoría de derivados extrabursátiles que haya sido declarada sujeta a la obligación de compensación”. Y, para ello, se establecen las condiciones de esta obligación de compensar que dependen de la actuación de contrapartes financieras o no financieras, establecidas en la UE o en terceros países, etc. En concreto, el 14 de noviembre de 2016 ESMA publicó el Informe Final sobre la obligación de compensación para las contrapartes financieras con un volumen de actividad limitado (“Final Report On the clearing obligation for financial counterparties with a limited volume of activity”).

Una vez delimitado nuestro campo de análisis a la compensación – centralizada- de operaciones sobre valores en el marco de un mercado regulado o MSOV o de un SMN, se trata de un proceso que se puede definir de dos maneras, finalista y procesal, de la que nos ocupamos a continuación.

2. Noción finalista.

Atendiendo a sus objetivos, la compensación es el *“proceso consistente en establecer posiciones, incluido el cálculo de las obligaciones netas, y en asegurar que se dispone de instrumentos financieros, efectivo, o ambos, para cubrir las exposiciones derivadas de dichas posiciones”*⁸⁶.

En este punto, hemos de recordar que la compensación es una de las formas de extinción de las obligaciones (art. 1156 Código Civil) cuyo régimen se desarrolla en los arts. 1195 y ss. del mismo Código Civil, gran parte de los cuales resultan predicables de esta compensación de operaciones en los MSOV y en los SMN con dos matizaciones importantes: la primera es que estamos ante compensaciones centralizadas y multilaterales y no bilaterales y la segunda es que estas compensaciones no extinguen las obligaciones de las partes, sino que preparan aquella extinción que, según veremos, se producirá en la siguiente etapa de la post-contratación, que es la liquidación.

3. Noción procedimental.

Atendiendo a sus fases, el proceso de la compensación se desglosa en el procedimiento de actuaciones sucesivas de las ECC, que pasa por las fases siguientes⁸⁷:

14 November 2016 | ESMA/2016/1565). Que atiende a las dificultades mostradas por algunas contrapartes financieras para compensar contratos de derivados extrabursátiles.

⁸⁶ R 2012 art. 2.3.

⁸⁷ Art. 63 RD 878/2015. El Informe conjunto de la CNMV y del Banco de España de diciembre de 2007 sobre “Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa” cit. pág. 14 definía la compensación como *“el proceso de transmisión, conciliación y, en algunos casos, confirmación de las instrucciones de pago y de transferencia de valores que tiene por objeto determinar las posiciones finales de valores y de efectivo que deben llevarse, después, a la fase de liquidación”*. Desde el punto de vista económico-financiero, V. González Pueyo, J. “Proceso de consolidación” cit., pág. 12. define la *“Compensación”* como *“el proceso que tiene lugar entre la negociación y la liquidación, en el que se calculan las obligaciones de efectivo a pagar por parte del comprador de acciones y los valores a entregar por parte del vendedor”*.

a) Aceptación de las operaciones por la ECC. Operaciones que, en forma de compraventas, proceden del cruce de órdenes complementarias emitidas por los miembros negociadores de los MSOV o de los SMN y miembros compensadoras de la propia ECC que son remitidas a las ECC por las Sociedades Rectoras de aquellos mercados o sistemas.

b) Registro de las operaciones en las cuentas de la ECC de acuerdo con sus propias reglas.

c) Novación de las operaciones aceptadas por parte de la ECC que –como su propio nombre indica- da la contrapartida a cada parte de la compraventa y se convierte en comprador para cada vendedor y en vendedor para cada comprador. De modo tal que las obligaciones que han nacido de los contratos de compraventa se registran en la ECC, que sustituye conforme a los términos establecidos en sus normas de funcionamiento, a las partes originales del contrato, para convertirse en comprador para el vendedor y viceversa.

Si reconducimos esta “novación” de la que habla expresamente el art. 63 del RD 878/2015 a las categorías clásicas de modificación de las obligaciones establecidas en los arts. 1203 y ss. de nuestro Código Civil, caben tres interpretaciones:

c.1) La primera sería que estamos ante una novación subjetiva no extintiva de la relación jurídico-obligatoria original en la medida que el comprador original no ve alterado el conjunto de derechos y obligaciones que ostentaba frente al vendedor original, con la excepción de que su contraparte contractual será en adelante la ECC. A favor de esta primera interpretación jugaría la presunción favorable a la novación modificativa que se deduce del art. 1204 del Código Civil cuanto exige, para que una obligación quede extinguida por otra que la sustituya, *“que así se declare terminantemente o que la antigua y la nueva sean de todo punto incompatibles”* y no existe aquella declaración terminante de extinción en la ley ni se deduce de esta incompatibilidad radical entre las obligaciones de entrega de los valores y de pago del precio que tenían las partes originarias de las compraventas y las nuevas que tienen ambas frente a la ECC y viceversa.

c.2) La segunda interpretación posible es considerar que la novación subjetiva tiene efectos extintivos en el contrato originario, ya que fragmenta en dos contratos distintos una única operación de compraventa, siendo siempre una de las partes la ECC. Esta bifurcación contractual implicaría la extinción de las

obligaciones originarias entre el miembro vendedor y el comprador para crear nuevas obligaciones entre cada uno de ellos y la ECC.

c.3) La tercera interpretación optaría por apartarse de categorías clásicas del Derecho de obligaciones y contratos, para -prescindiendo de la alusión reglamentaria a la “novación”- considerar que el servicio de interposición de la ECC produce una “sustitución legal” de la relación jurídico-obligatoria, que extingue el contrato original, y configura un nuevo marco de derechos y obligaciones entre nuevos sujetos. De este modo, se dejaría al margen al comprador y vendedor originario y sus legítimos intereses contractuales para sustituirlo por las obligaciones de los miembros compensadores frente a la ECC. En este nuevo marco los miembros compensadores actúan en nombre propio y por cuenta de sus clientes, ya sean los miembros del mercado o los clientes de éstos, es decir, compradores y vendedores originarios, y son estos miembros compensadores los nuevos sujetos de derechos y obligaciones frente a la entidad de contrapartida central.

Esta última formulación es la que parece más coherente con el resto de actuaciones que tanto el TRLMV como el RD 878/2015 confieren a la ECC, esto es, la asunción del riesgo de contrapartida, con la consecuente gestión de las garantías que se calculan y se exigen a los miembros compensadores, así como la compensación de las obligaciones resultantes. También resulta congruente con la definición de las ECC (“Central counterparties”) contenida en los “Principios para las infraestructuras de los mercados financieros” de la OICV/IOSCO antes citados cuando dice que se convierten en contrapartes para negociar con los miembros de los mercados mediante la novación, por lo que el contrato original entre el vendedor y el comprador se extingue y se ve reemplazado por dos nuevos contratos: uno entre el vendedor y la ECC y otro entre el comprador y la ECC ⁸⁸.

De tal manera que se produciría una suerte de mitosis por virtud de la cual la compraventa originaria (A) entre el vendedor y el comprador finales – indirectamente representados por los miembros respectivos se dividiría en otras dos compraventas: la (B), entre la parte vendedora y la ECC, que actuaría como compradora; y la (C), entre la parte compradora y la ECC, que actuaría como vendedora. Cambian, pues, las partes, pero no los objetos ni las obligaciones esenciales de entregar la cosa y pagar el precio (art. 1445 del Código Civil).

⁸⁸ Principles for financial market infrastructures” cit. pág. 9, apartado 1.13, nota 12.

En todo caso, el origen legal de la novación solventa los problemas de la eventual exigencia de conocimiento o consentimiento del acreedor y deudor que establece el régimen general de la subrogación tanto en el Código Civil (art. 1205) como en el Código de Comercio (art. 347).

d) Asignación por la ECC de la posición de compra y de venta de cada operación en la correspondiente cuenta abierta según la estructura de cuentas definida en el reglamento y, en su caso, en las circulares que lo completen para su posterior liquidación.

e) Cálculo por la ECC para cada cuenta abierta y por cada miembro compensador de las posiciones acreedoras o deudoras de valores y efectivo en cada sesión de liquidación. En este sentido, el miembro compensador que haya transmitido más órdenes de compra en términos netos tendrá una posición acreedora de valores y deudora de efectivo; del mismo modo que el miembro compensador que haya transmitido más órdenes de venta en términos netos tendrá una posición acreedora de efectivo y deudora de valores.

f) Generación por la ECC de las instrucciones de liquidación netas o brutas, en función de los criterios que tenga establecidos.

g) Remisión por la ECC de las instrucciones de liquidación al DCV.

h) Tramitación por el DCV de las instrucciones de liquidación recibidas de la ECC de acuerdo con sus normas internas de funcionamiento.

En definitiva, se pueden definir los procedimientos de compensación de las ECC o cámaras de contrapartida central en un sentido amplio como el conjunto de los procesos sucesivos de recepción y aceptación de las operaciones recibidas y de transformación, conciliación, compensación de saldos y confirmación de las instrucciones de liquidación que tienen por objeto determinar las posiciones de valores y de efectivo que han de trasladarse a los DCV para que generen las órdenes de transferencia correspondientes en la fase de la liquidación. Para ello se calcula, para cada participante y para cada ISIN ((International Securities Identification Number) contratado en una sesión de mercado y en un complejo sistema de cuentas, el efectivo total a pagar y el número de valores a recibir.

La compensación, como primera etapa de la post-contratación, trata de facilitar la siguiente etapa de la fase de post-contratación –que es la liquidación de las operaciones sobre valores- para que se realice de una forma más eficiente en el sistema de liquidación en el que cada participante realiza la entrega (recepción) de los valores, y recibe (entrega) a su vez el efectivo, de acuerdo con los saldos proporcionados en la fase de compensación. Se trata de aplicar los principios de eficiencia y eficacia previstos en los “Principios para las infraestructuras de los mercados financieros” de la OICV/IOSCO⁸⁹.

B) ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL.

1. Noción.

De forma genérica, el Derecho de la UE define como «entidad de contrapartida central» (ECC) a *“una persona jurídica que intermedia entre las contrapartes de los contratos negociados en uno o varios mercados financieros, actuando como compradora frente a todo vendedor y como vendedora frente a todo comprador”*⁹⁰.

Esta definición genérica implica la novación subjetiva de las obligaciones derivadas de las compraventas originarias de valores que –como ante hemos visto- puede considerarse que tiene un efecto modificativo o extintivo sobre aquellas, con la variante, en este último caso, de estimar la “sustitución legal” de la relación jurídico-obligatoria originaria.

De forma específica, en nuestro Ordenamiento, las ECC aparecen como sociedades anónimas especiales que, autorizadas por la CNMV y bajo su supervisión, desarrollan la funciones propias de infraestructuras de postcontratación en la fase de compensación centralizada obligatoria – conforme a los arts. 93 y 328 del TRLMV- de las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción de acciones que sean realizadas en segmentos de contratación multilateral de los MSOV y de los SMN⁹¹.

⁸⁹ V. Principles for financial market infrastructures” cit. núms.21 y 22 y pág. 11, apartado 1.18.

⁹⁰ R 2012 art. 2.1.

⁹¹ Arts. 103 y 104 TRLMV y art. 62 RD 878/2015. En España, IBERCLEAR actúa como el DCV español encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación y MEFFCLEAR como cámara de contrapartida central para las operaciones sobre valores de renta fija negociadas en mercados de valores entre los miembros liquidadores o clientes.

Es importante recordar que existe un sistema de autorización administrativa previa de la adquisición del control de las sociedades que administren las ECC que opera sometiendo a la autorización del Gobierno -previo informe de la CNMV, oídas las Comunidades Autónomas con competencia en la materia y a propuesta del MEC- que una o varias entidades adquieran, directa o indirectamente, la totalidad del capital o una participación que atribuya al o a los adquirentes el control, directo o indirecto, de todas o algunas de las sociedades que administren ECC y que, a partir de tal adquisición, corresponda a esa o esas entidades la titularidad del citado capital. El control gubernamental del capital de estas sociedades matrices de las ECC se extiende para exigir la autorización del Gobierno para que puedan llevar a cabo cualquier acto dispositivo por el que dejen de ser titulares, directa o indirectamente, de la totalidad del capital social que ostenten en cada una de las citadas sociedades que administren ECC o por el que pierdan el control, directo o indirecto, de estas últimas. Este control sobre las sociedades matrices de las ECC se prolonga mediante la exigencia de autorización de sus estatutos sociales y del nombramiento de sus consejeros y directores generales por parte de la CNMV, que será la autoridad encargada de su supervisión⁹².

Conviene recordar que estas ECC desarrollan un papel central en los dos ámbitos de compensación de operaciones sobre dos tipos de instrumentos financieros –primarios o derivados- porque: Por una parte, desarrollan la actividad de compensación de las operaciones centralizadas de los mercados regulados; y, por otra, desarrollan la actividad de compensación de los contratos de derivados extrabursátiles que estén sujetos a la obligación de compensación. Así pues, las ECC (con sus miembros compensadores), son las infraestructuras típicas de compensación de las operaciones centralizadas en los mercados regulados y de las operaciones descentralizadas mediante los contratos de derivados extrabursátiles que estén sujetos a la obligación de compensación.

2. Regulación.

Estas ECC se rigen por una doble regulación:

a) Primero, por la regulación externa de carácter público que está contenida en el Reglamento (UE) nº 648/2012, en el TRLMV (art. 103 a 110), en los arts. 57

⁹² Véanse los apartados 2 a 7 de la DA 6ª del TRLMV.

a 61 y 62 a 66 del RD 878/2015, en la LSC y en la normativa de desarrollo aplicable⁹³.

b) Segundo, por su régimen interno ya que a estas ECC se les reconoce una capacidad de autorregulación produciendo normas con ciertos efectos de ordenación y disciplina de esta fase de la post-contratación que, por lo tanto, deben ser transparentes⁹⁴. En efecto, el régimen interno de estas ECC está contenido en sus estatutos, autorizados por la CNMV y por el Banco de España, que regularán el funcionamiento interno de la ECC como sociedad mercantil de capital⁹⁵; en su reglamento interno, que regulará el funcionamiento de la ECC y los servicios que presta; y en las circulares que la propia ECC puede emitir para completar su reglamento interno. En general, los estatutos y el reglamento interno contendrán las obligaciones y los requisitos organizativos y procedimentales necesarios para dar cumplimiento a lo dispuesto en el EMIR⁹⁶.

El ciclo vital de estas ECC está sometido a las dos fases típicas de todo intermediario financiero regulado porque deben cumplir:

a) Primero, las condiciones de acceso a su actividad de compensación que está condicionada a su autorización por la autoridad competente de un Estado miembro⁹⁷.

⁹³ Art. 103.1 TRLMV. En el ámbito del Derecho de la UE, téngase en cuenta el Informe de ESMA titulado "20th Extract from the EECs's Database of Enforcement" (5 January 2017 I ESMA32-63-200) en el que se incluyen decisiones adoptadas por las autoridades supervisoras nacionales en el periodo que va de marzo de 2014 a junio de 2016.

⁹⁴ Así se trata de aplicar el principio 23 de transparencia previsto en los "Principios para las infraestructuras de los mercados financieros" de la OICV/IOSCO (v. Principles for financial market infrastructures") que señala que los FMIs deberán tener establecidas reglas y procedimientos públicos que sean claros y completos y que deben proporcionar información bastante para que los participantes tengan un entendimientos adecuado de los riesgos, gastos y cualquier otros costes en los que puedan incurrir a resultas de su participación en un FMI.

⁹⁵ Art. 57.2 RD 878/2015.

⁹⁶ Art. 107 TRLMV.

⁹⁷ Se establecen en el Título III, art. 14 y ss. del EMIR. Cabe mencionar, en el ámbito global, los principios previstos en los "Principios para las infraestructuras de los mercados financieros" de la OICV/IOSCO (v. Principles for financial market infrastructures") sobre la gestión de los riesgos de crédito y liquidez, aspecto del que tratan los principios 4 a 7 referidos al riesgo de crédito, al riesgo de liquidez y a las garantías aptas para cubrir las exposiciones a dichos riesgos y sobre la gestión de riesgo de negocio y riesgo operacional de las FMIs, aspecto al que se dedican los principios 15 a 17, que prestan una especial atención a los riesgos de custodia e inversión por pérdida o retraso en el acceso a los activos de las entidades que participan en las FMIs.

b) Segundo, las condiciones de ejercicio de su actividad de compensación puesto que han de cumplir una serie de requisitos en materia de organización, de normas de conducta y de requisitos prudenciales. Estos últimos afectan a la gestión de su exposición al riesgo, contar con un fondo de garantía frente a incumplimientos, recursos financieros, controles del riesgo de liquidez, etc.⁹⁸. Destacan, en particular, que las autoridades competentes revisarán y evaluarán los acuerdos, estrategias y mecanismos aplicados por las ECC y evaluarán los riesgos a que puedan estar expuestas⁹⁹.

3. Estructura.

3.1. Estructura subjetiva.

La estructura subjetiva de estas ECC está integrada por los siguientes niveles de sujetos:

⁹⁸ Se establecen en el Título IV, art. 26 y ss. del EMIR. A modo de ejemplo, podemos citar la Opinión publicada por ESMA el pasado 15 de noviembre de 2016 sobre “indicadores comunes de nuevos productos y servicios en el Artículo 15 y de cambios significativos en el Artículo 49 del EMIR” (“Common indicators for new products and services under Article 15 and for significant changes under Article 49 of EMIR”, Date: 15 November 2016. Ref.: ESMA/2016/1574). En este documento, ESMA manifiesta su opinión sobre los indicadores que deben servir para integrar dos conceptos indeterminados que son relevantes en dos fases de la vida de las ECC: a) Primero, ESMA muestra su parecer sobre las circunstancias en las que determinados servicios o actividades de una ECC deben considerarse adicionales a los inicialmente autorizados y requerir, por lo tanto, una extensión de su autorización inicial (art. 15 EMIR). Así sucede cuando el nuevo servicio o actividad exponga a la ECC a nuevos riesgos o incremente los actuales, cuando se refiera a un instrumento financiero que tenga un perfil de riesgo sustancialmente diverso de los instrumentos compensados hasta el momento o cuando se trate de un instrumento financiero no especificado en la autorización inicial de la ECC. Partiendo de esta base, ESMA ofrece 8 indicadores concretos de la posible existencia de servicios o actividades “adicionales” que exijan una ampliación de la autorización de una ECC. b) Segundo, ESMA da su opinión sobre cuando un cambio por una ECC de los modelos y parámetros que utiliza debe ser calificado de “modificación significativa” de aquellos con las consecuencias que ello conlleva de acuerdo con el art. 49 del EMR. Y esta opinión se base en 4 indicadores que apuntan a que es significativo un cambio de modelos y parámetros que se base en un conjunto nuevo de factores o indicadores de riesgo, implique un nuevo fondo para incumplimientos, nuevos escenarios de resistencia, nuevas garantías, etc. Por último, el documento de ESMA ofrece pautas concretas de intercambio de la información relevante entre los miembros de los colegios de autoridades competentes (art. 18 EMIR) a los efectos de la exigencia a una ECC de la ampliación de su autorización porque desarrolle nuevos servicios o actividades adicionales (art. 15 EMIR) o de la validación de cualquier modificación significativa de sus modelos o parámetros (art. 49 EMIR).

⁹⁹ Ver art. 21 del EMIR y los documentos de ESMA “Peer Review under EMIR Art. 21. Supervisory activities on CCPs’ Margin and Collateral requirements” 22 December 2016 | ESMA/2016/1683 y “Methodology for Mandatory Peer Reviews in relation to CCPs’ authorisation and supervision under EMIR” 05 January 2017 | ESMA71-1154262120-155.

a) Sus accionistas quienes, cuando adquieran una participación cualificada, deberán mostrar su idoneidad ante la CNMV conforme al EMIR, teniéndose en cuenta, entre otros factores, su honorabilidad, los medios patrimoniales con que cuenten para atender los compromisos asumidos y el desempeño de actividades no financieras o actividades financieras de alto riesgo que puedan afectar o exponer inapropiadamente a la ECC¹⁰⁰.

b) Sus gestores, organizados en forma de consejo de administración, integrado por un mínimo de 5 miembros, y de un director general cuyos nombramientos estarán sujetos a la previa aprobación de la CNMV¹⁰¹.

c) Sus órganos internos. En este sentido, las ECC deberán contar al menos con un comité de auditoría, el comité de riesgos previsto en el art. 28 del EMIR¹⁰², un comité de cumplimiento y un comité de nombramientos y remuneraciones. Adicionalmente, deberán contar con una unidad u órgano interno que asuma la función de gestión de riesgos, de manera proporcional a la naturaleza, escala y complejidad de sus actividades que será independiente de las funciones operativas, tendrá autoridad, rango y recursos suficientes, y contará con el oportuno acceso al consejo de administración.

3.2. Estructura objetiva.

La estructura objetiva o patrimonial de estas ECC está integrada por su capital social que deberá estar formado por acciones nominativas que estarán íntegramente suscritas y desembolsadas, sin que los recursos ajenos superen en ningún momento el valor contable de los recursos propios.

En cuanto a su régimen económico, las ECC deberán mantener informada a la CNMV sobre los criterios de determinación de la suficiencia de sus recursos

¹⁰⁰ Art. 105 TRLMV y art. 59 RD 878/2015.

¹⁰¹ Art. 108.2 TRLMV y art. 58 RD 878/2015.

¹⁰² Este precepto, referido al “comité de riesgos” dispone, en su apartado 1, lo siguiente: “Cada ECC creará un comité de riesgos, que estará compuesto por representantes de sus miembros compensadores, por miembros del consejo independientes y por representantes de sus clientes. El comité de riesgos podrá invitar a los empleados de la ECC y a expertos externos independientes a asistir a sus reuniones sin derecho de voto. Las autoridades competentes podrán solicitar asistencia a las reuniones del comité de riesgos sin derecho de voto y a ser debidamente informados de las actividades y decisiones de dicho comité. El asesoramiento del comité de riesgos estará libre de cualquier influencia directa de la dirección de la ECC. Ningún grupo de representantes dispondrá de mayoría en el comité de riesgos”.

propios, incluyendo su grado de liquidez y los mecanismos para su realización, de acuerdo a los riesgos que asuman en cada momento. Las ECC actuarán de acuerdo con los principios de rentabilización de sus recursos propios y cobertura por sus usuarios del coste de los servicios prestados, permitiendo a sus clientes acceder por separado a los servicios específicos prestados¹⁰³.

Por otra parte, las ECC deberán someterse a auditorías independientes con la periodicidad que se establezca en la normativa aplicable e informar de sus resultados a la CNMV¹⁰⁴.

Esta estructura patrimonial se refleja en los dos documentos siguientes (art. 106 TRLMV): La memoria en la que deberán detallar la forma en que darán cumplimiento a los requisitos técnicos, organizativos, de funcionamiento, y de gestión de riesgos exigidos por el Reglamento (UE) nº 648/2012 para desempeñar sus funciones. Su presupuesto estimativo anual, en el que se expresarán detalladamente los precios y comisiones que vayan a aplicar, así como las ulteriores modificaciones que introduzcan en su régimen económico.

4. Funciones.

4.1. Amplitud de las funciones de las ECC.

Como hemos apuntado en el epígrafe A del apartado III de este Estudio, las ECC desarrollan un papel central en las dos formas básicas de negociación de instrumentos financieros en el mercado de valores ya que: Desde un punto de vista funcional, desarrollan su actividad de compensación tanto respecto de las operaciones centralizadas de los mercados regulados como de los contratos de derivados extrabursátiles negociados OTC que estén sujetos a la obligación de compensación. Desde el punto de vista objetivo, compensan operaciones – actuando como intermediarias ante las dos partes- tanto si se trata de valores básicos (como bonos o acciones) como si se trata de derivados, con subyacentes financieros o de materias primas (por ejemplo, productos agrícolas, petróleo o gas natural).

Si nos centramos en el primer ámbito -que es el propio de este estudio- vemos que las ECC y sus miembros tienen encomendadas las funciones propias de la compensación centralizada de las operaciones en los MSOV y en los SMN. En

¹⁰³ Art. 60 RD 878/2015.

¹⁰⁴ Art. 61 RD 878/2015.

él, las ECC deberán velar por la corrección y eficiencia de los procesos de compensación y el control y mitigación del riesgo de contrapartida y, para ello, tendrán atribuidas funciones de seguimiento y control de la operativa y de los riesgos y garantías de sus miembros, que llevarán a cabo de conformidad con la normativa aplicable y sus respectivos reglamentos internos (art. 66 RD 878/2015).

4.2. Autorregulación del control ejercido por las ECC: El manual de procedimientos de seguimiento y control.

La seguridad jurídica de las entidades afectadas por la función de control antes señalada exige que la ECC elabore un manual de procedimientos de seguimiento y control, que será público¹⁰⁵ y de obligado cumplimiento para sus miembros, en el que establecerán los criterios objetivos que orientarán aquella labor de la ECC. Este manual se comunicará por la ECC a la CNMV, quien podrá requerir, en su caso, las modificaciones que considere convenientes con el fin de garantizar el cumplimiento de la normativa aplicable. Además, este manual será objeto de revisión cuando sea necesario, y al menos una vez al año. Dichas revisiones serán comunicadas por la ECC a la CNMV a la que, adicionalmente, se informará cada año de las cuestiones relevantes que se hayan suscitados como consecuencia de su aplicación.

4.3. Supervisión de la actuación de sus miembros compensadores.

El desarrollo adecuado de esta supervisión exige que las ECC mantengan un diálogo bidireccional: Hacia abajo, comunicándose con sus miembros para requerirles cuanta información consideren necesaria para el ejercicio de sus funciones supervisoras; inspeccionar directamente, en los locales de las propias entidades y con su consentimiento, las actividades de éstas; o instarles a corregir en los plazos establecidos en su normativa interna, o en su defecto, a la mayor brevedad posible, las incidencias de funcionamiento. Hacia arriba, comunicándose con la CNMV para poner en su inmediato conocimiento los hechos y actuaciones de que tenga conocimiento en el ejercicio de las funciones de seguimiento y control, que puedan suponer indicios de infracción de normas de obligado cumplimiento o incumplimiento de los principios inspiradores de la regulación del mercado de valores.; y prestarle, en su caso,

¹⁰⁵ Por exigencia de principio 23 de transparencia previsto en los “Principios para las infraestructuras de los mercados financieros” de la OICV/IOSCO (v. Principles for financial market infrastructures”).

cuanta asistencia solicite en sus funciones de supervisión, inspección y sanción.

C) MIEMBROS COMPENSADORES.

1. Condiciones de acceso.

Podrán acceder a la condición de miembro de las ECC, las entidades que puedan ser miembros de los MSOV¹⁰⁶, el Banco de España y otras entidades residentes o no residentes que realicen actividades análogas en los términos y con las limitaciones que se prevean reglamentariamente y en el propio reglamento interno de la ECC. Dicho acceso estará sujeto a lo dispuesto legalmente y en su reglamento interno¹⁰⁷, y a la aprobación de la CNMV¹⁰⁸.

Al exponer el proceso de compensación, ya vimos cómo las partes originarias de la operación de compraventa eran los miembros del mercado en su condición de comisionistas de los inversores comitentes. De tal manera que se abren dos posibilidades: que tales miembros negociadores ostenten al tiempo la condición de miembros compensadores de la ECC o que no reúnan esta doble condición. En este último caso, los miembros negociadores (no compensadores) han de designar a un miembro compensador que garantizará el cumplimiento de dichas obligaciones. Para ello, deberán haber acordado los términos y condiciones de prestación del servicio de compensación.

Las ECC suscribirán un contrato con cada miembro que detallará las relaciones jurídicas entre las partes, conforme al reglamento interno.

¹⁰⁶ Art. 69.2.a) a d) y f) TRLMV. En cuanto a la primera categoría, conviene recordar que podrán ser miembros de los MSOV las ESIs españolas autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia, las EECC españolas; las ESIs y EECC comunitarias autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia; y las ESIs y EECC extracomunitarias que cumplan los requisitos previstos en el Título V de la LMV y cuenten con una autorización de su país de origen que les autorice a desarrollar los servicios de inversión antes indicados. Además, podrán ser miembros de los MSOVs la Administración General del Estado actuando a través de la DGTPF, la TGSS o el Banco de España y las personas que la SR del respectivo MSOV considere idóneas. V. nuestro Manual de Derecho del Mercado Financiero, pág. 503.

¹⁰⁷ El principio 18 de acceso previsto en los “Principios para las infraestructuras de los mercados financieros” de la OICV/IOSCO (v. Principles for financial market infrastructures”) establece que una FMI debe establecer criterios de participación objetivos, públicos y basados en el riesgo que permitan un acceso abierto y equitativo.

¹⁰⁸ Art. 109 TRLMV.

La condición de miembro se perderá por renuncia o por incumplimiento, en los términos que prevea el reglamento interno¹⁰⁹.

2. Condiciones de ejercicio.

El reglamento interno de la ECC establecerá:

a) Las condiciones de solvencia y los medios técnicos exigibles para que los miembros puedan ser autorizados a llevar los registros de los contratos de sus clientes, así como los procedimientos que salvaguarden la correspondencia entre el registro contable central y los registros de detalle. Estas condiciones de solvencia y medios técnicos podrán diferir en función de los instrumentos financieros sobre los que dichos miembros intervengan en la llevanza del registro o en la compensación.

b) Los mecanismos de acceso a la información de los registros de detalle en los que los miembros mantengan los registros de contratos de sus clientes con el fin de identificar, vigilar y gestionar los posibles riesgos para la entidad derivados de las dependencias entre los miembros y sus clientes. Los sistemas de control y medios técnicos deberán permitir que los miembros cumplan adecuadamente, en general, las funciones que les corresponden y, en especial, las que resultan del sistema de información regulado en el TRLMV y en el Reglamento (UE) nº 648/2012¹¹⁰.

c) Las garantías que los miembros y los clientes deben constituir en relación con cualesquiera operaciones realizadas en el ámbito de su actividad, que sólo responderán frente a las entidades a cuyo favor se constituyeron y únicamente por las obligaciones derivadas de tales operaciones para con la ECC o con los miembros de ésta, o derivadas de la condición de miembro de la ECC. Las ECC se asegurarán de que dicho sistema de garantías sea eficaz, esté basado en el riesgo y sea revisado con regularidad, cubriendo adecuadamente sus exposiciones crediticias frente a sus miembros (art. 65 RD 878/2015). En conclusión cada miembro compensador de la ECC deberá aportar garantías suficientes para asegurar ante ella el cumplimiento de la obligación nacida en la contratación y estas garantías habrán de mantenerse hasta el pleno cumplimiento de dicha obligación en la fase final de liquidación. Estos deberes

¹⁰⁹ Art. 64 RD 878/2015.

¹¹⁰ Art. 64 RD 878/2015.

se refuerzan mediante la responsabilidad administrativa que deriva de su incumplimiento¹¹¹.

D) PATOLOGÍAS.

El régimen de las situaciones patológicas en estas ECC abarca dos hipótesis básicas (incumplimientos y crisis económicas) que pueden afectar a tres tipos de sujetos (los clientes, los miembros y las propias ECC)¹¹²:

1. Incumplimientos.

Hay que diferenciar dos hipótesis:

a) Incumplimiento de sus obligaciones por el cliente de un miembro que deja de atender, en todo o en parte, las obligaciones contraídas frente al miembro. La consecuencia jurídica consistirá en que el miembro compensador podrá disponer de las garantías aportadas por el cliente incumplidor, pudiendo a tal fin adoptar las medidas necesarias para su satisfacción en los términos que se establezcan en el reglamento interno de la ECC.

b) Incumplimiento de sus obligaciones por un miembro compensador que deja de atender, en todo o en parte, las obligaciones contraídas frente a la ECC. La consecuencia jurídica consistirá en que la ECC podrá disponer de las garantías aportadas por el miembro incumplidor, pudiendo a tal fin adoptar las medidas necesarias para su satisfacción en los términos que se establezcan en el reglamento interno de la ECC. Este reglamento interno establecerá las reglas y procedimientos para hacer frente a las consecuencias que resulten de incumplimientos de sus miembros, que concretarán el modo en que se aplicarán los diversos mecanismos de garantía con que cuente la ECC y las vías para reponerlos con el objetivo de permitir que la ECC continúe operando de una forma sólida y segura. A estos efectos, el reglamento interno de la ECC y sus circulares podrán establecer los supuestos que determinen el vencimiento anticipado de todos los contratos y posiciones de un miembro, ya sean por cuenta propia o por cuenta de clientes, lo que, en los términos que se

¹¹¹ En este sentido, los arts. 281.1 y 294.2 del TRLMV tipifican como infracción muy grave o grave del *“incumplimiento por parte de los miembros de las entidades de contrapartida central, de sus obligaciones en materia de aportación de garantías cuando el incumplimiento ponga en peligro la gestión de riesgos de las entidades de contrapartida central, salvo cuando dicho incumplimiento sea consecuencia de la situación de insolvencia o concurso de los mismos”*.

¹¹² Art. 110 TRLMV.

prevean en el reglamento y circulares, dará lugar a su compensación y a la creación de una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones incluidas, y en virtud de la cual, las partes solo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la compensación de dichas operaciones.

En definitiva, en caso de fallidos en la liquidación, la ECC llevará a cabo una serie de actuaciones para poder satisfacer las pretensiones de la contrapartida cumplidora y evitar el riesgo sistémico en el conjunto del mercado. Hasta abril de 2016 esta gestión del riesgo era desempeñada directamente por IBERCLEAR, el DCV, que, sin necesidad de realizar la novación legal propia de las ECC, gestionaba una fianza colectiva que resultaba exigible a todos los participantes en la liquidación, en atención al volumen del que se hacía responsable de la liquidación. Ahora, según establece el RD 878/2015, la compensación centralizada es obligatoria para las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción de acciones que sean realizadas en segmentos de contratación multilateral de los mercados secundarios oficiales y de los sistemas multilaterales de negociación. En los mercados europeos la compensación centralizada, aunque no vienen impuesta por la normativa, es la práctica habitual. Por lo cual la necesaria intervención de una o varias entidades de contrapartida central supone una homologación con el modelo de compensación y liquidación de los países de nuestro entorno.

2. Concursos de los miembros o de sus clientes.

Los procedimientos concursales de los miembros de una ECC o de alguno de sus clientes tendrán dos consecuencias jurídicas porque:

- a) Atribuirán a la ECC un derecho absoluto de separación respecto de las garantías que tales miembros o clientes hubieran constituido ante dicha ECC.
- b) Además, el concurso de un miembro de la ECC llevará a esta a gestionar el traspaso de los contratos y posiciones que tuviera registrados por cuenta de los clientes, junto con los instrumentos financieros y el efectivo en que estuvieran materializadas las correspondientes garantías¹¹³.

¹¹³ El principio 14 sobre segregación y portabilidad previsto en los “Principios para las infraestructuras de los mercados financieros” de la OICV/IOSCO (v. Principles for financial market infrastructures”) establece –en el apartado dedicado a la gestión de fallidos- que una FMI debe establecer reglas y procedimientos para la segregación y la portabilidad de las posiciones de los clientes de un miembro participante y de las garantías afectas a aquellas posiciones que estén a disposición de la ECC:

Debemos advertir que el concurso de un miembro de una ECC es una hipótesis muy poco probable porque: si los miembros de las ECC serán en su gran mayoría, EEECC y ESI; y si estas entidades financieras tienen un régimen de reestructuración y resolución administrativa de sus crisis económicas que dificulta su declaración en concurso (por considerarse el procedimiento concursal poco adecuado para estas entidades); entonces, sus concursos serán casos excepcionales¹¹⁴.

3. Crisis económica de las ECC.

3.1. Concurso de las ECC.

De modo semejante a lo que ocurre con los miembros y clientes, en el caso de concurso de una ECC, si se procediese a la liquidación de todos los contratos y posiciones de un miembro, ya sean por cuenta propia o por cuenta de clientes, los miembros y clientes cumplidores de sus obligaciones con la ECC gozarán de un derecho absoluto de separación respecto del sobrante de las garantías que, habiéndose constituido a favor de la misma de conformidad con su reglamento interno, resulte de la liquidación de las operaciones garantizadas con excepción de las contribuciones al fondo de garantía frente a incumplimientos (art. 110.7 TRLMV).

3.2. Reestructuración y resolución de las ECC.

Al igual que sucede con otros intermedios financieros como las entidades de crédito, la previsión de normas especiales para el concurso de las ECC no obsta para que –dada la ineficiencia de los procedimientos concursales en estos casos- se establezcan procedimientos de solución administrativa de las crisis de las ECC. En este sentido, el 28 de noviembre de 2016, la Comisión Europea presentó una propuesta de Reglamento para la reestructuración y resolución de las ECC¹¹⁵.

Esta propuesta de Reglamento se basa en los principios internacionales de solución de las crisis económicas de las infraestructuras de post.-contratación a

¹¹⁴ V. nuestros estudios “Las crisis bancarias en el sistema concursal español”, Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal nº 24 (2016), pp. 67 y ss. y “La regulación de la insolvencia de las entidades de crédito en la Disposición Adicional Segunda de la Ley Concursal”, La Ley Mercantil nº 18, Sección banca y seguros (2015).

¹¹⁵ Véase European Commission - Fact Sheet “Central Counterparties Recovery and Resolution Proposal: Frequently Asked Questions”, Brussels, 28 November 2016.

los que antes nos hemos referido y, en particular, adapta el modelo de la normativa de reestructuración y resolución de las entidades de crédito¹¹⁶ a las ECC. En efecto, dado que estas ECC son empresas muy diferentes de los bancos, la propuesta contiene instrumentos específicos para las ECC, más acordes con sus procedimientos de gestión de impagos y normas operativas, especialmente para determinar cómo se efectuará el reparto de pérdidas.

Los objetivos de la propuesta de Reglamento son garantizar las funciones críticas para el sistema financiero que desarrollan estas ECC, prevenir la asunción de costes por los contribuyentes en los eventuales procesos de reestructuración y resolución de ECC y evitar la destrucción de valor innecesaria.

El esquema básico de esta propuesta de regulación sobre reestructuración y resolución de las ECC descansa, en forma semejante a la de los bancos, sobre cuatro elementos:

a) La previsión de la forma de actuar ante eventuales crisis de las ECC mediante la elaboración de planes de reestructuración por las propias ECC y planes de resolución por sus autoridades de supervisión. En este sentido, los planes de reestructuración elaborados por las propias ECC –que han de ser revisados por el supervisor de la ECC- deben contemplar medidas para hacer frente a cualquier forma de dificultad financiera ante la cual sus recursos de gestión de impagos y otros requisitos exigidos por el EMIR resulten insuficientes e integrar escenarios de impago por parte de los miembros compensadores de la ECC, así como la materialización de otros riesgos y pérdidas a los que la propia ECC esté expuesta, como fraudes o ciberataques. Por su parte, los planes de resolución elaborados por las autoridades de supervisión de las ECC deberán prever la forma en que se reestructurarían las ECC y se mantendrían sus funciones esenciales en el improbable supuesto de que quiebren.

b) La distinción entre ECC en crisis que sea viables y, por lo tanto, susceptibles de medidas de actuación temprana o de reestructuración; o inviables, abocadas a las medidas de resolución ordenada. En este aspecto, las orientaciones del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) dicen que el proceso

¹¹⁶ Véanse nuestros estudios “Las crisis bancarias en el sistema concursal español”, Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal nº 24 (2016), pp. 67 y ss. y “La regulación de la insolvencia de las entidades de crédito en la Disposición Adicional Segunda de la Ley Concursal”, La Ley Mercantil nº 18, Sección banca y seguros (2015).

de resolución de una ECC se iniciará cuando esta sea inviable o exista la probabilidad de que lo vaya a ser, cuando no haya alternativas dentro del sector privado para evitar la inviabilidad, y cuando la quiebra pueda poner en peligro el interés público y la estabilidad financiera y cuando el recurso a medidas de reestructuración adicionales pudiera comprometer la estabilidad financiera.

c) La tipificación de los instrumentos de resolución, tales como la venta de activos, la constitución de una ECC puente, la rescisión total o parcial de contratos, etc.

d) La asunción del coste resultante de los procesos de reestructuración y resolución de las ECC, en primer lugar, por sus accionistas y acreedores.

Dado que las ECC son, por naturaleza, transfronterizas y las de mayores dimensiones operan a escala global, la propuesta dedica una atención especial a la cooperación entre las autoridades de distintos países para garantizar una planificación eficaz y una resolución ordenada en caso necesario. En concreto, la propuesta establece lo que se conoce como “colegios de resolución” para cada ECC, en los que están integradas las autoridades pertinentes, entre ellas la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM/ESMA) y la Autoridad Bancaria Europea (ABE/EBA). En consecuencia, estos colegios de autoridades de resolución deberán coordinar sus actuaciones –en el caso de crisis de una ECC- con los colegios existentes en virtud del EMIR. Tal efecto, la ABE facilitará las intervenciones conjuntas y actuará, cuando proceda, como mediador dotado de poderes vinculantes.

V. LIQUIDACIÓN DE OPERACIONES EN LOS MERCADOS SECUNDARIOS DE VALORES.

A) NOCIÓN.

1. Definición legal como pago o cumplimiento extintivo de las obligaciones.

Se define como «liquidación» *“la finalización de una operación con valores, dondequiera que se realice, con el fin de extinguir las obligaciones de las partes en dicha operación mediante la transferencia de fondos, de valores, o de*

*ambas cosas*¹¹⁷. Se trata, por lo tanto, de una actuación compleja integrada por los actos finales de ejecución de las operaciones en los mercados regulados que son consecuencia de la contratación (presupuesto jurídico) y tienen por objetos a los valores anotados (presupuesto técnico)¹¹⁸.

En consecuencia, la vinculación esencial entre la representación tabular de los valores negociables y la liquidación de las operaciones sobre los mismos se produce en dos momentos: al principio, donde hemos visto (en el epígrafe II.A de este Estudio) que la representación y registro es presupuesto técnico esencial y común a las dos fases de la post-contratación; y al final, donde el registro de las transferencias de los valores a resultados de la liquidación de operaciones es el último paso de la cadena de negociación¹¹⁹.

La definición comunitaria antes transcrita se debe integrar en tres instituciones clásicas de nuestro Código Civil que, pasando de lo general a lo particular, va desde:

¹¹⁷ R 2014, art. 2.1.7). El Informe conjunto de la CNMV y del Banco de España de diciembre de 2007 sobre “Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa” cit. pág. 16 definía la liquidación como *“la fase de intercambio de los activos, en la que cada participante realiza la entrega (o recepción) de los valores y a su vez recibe (o entrega) el efectivo, conforme a los importes calculados en la fase de compensación”*. Desde el punto de vista económico-financiero, V. González Pueyo, J. “Proceso de consolidación” cit., pág. 12. dice: *“Liquidación. Es la fase de intercambio del efectivo y los valores. Requiere la intervención de un banco liquidador, generalmente un banco central, para liquidar el efectivo, y de los depositarios centrales de valores y custodios para la transferencia de valores”*.

¹¹⁸ Una vez más, destacamos la vinculación de estas nociones de la que da buena cuenta el art. 1 del TRLMV que abra le norma diciendo que *“tiene por objeto la regulación de los sistemas españoles de negociación, liquidación y registro de instrumentos financieros”*.

¹¹⁹ El Informe conjunto de la CNMV y del Banco de España de diciembre de 2007 sobre “Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa” cit. pág. 17 decía que el *“registro y custodia de valores es la fase final en la que se anotan en las cuentas de los titulares las compras y las ventas finalmente liquidadas”*. Desde el punto de vista económico-financiero, V. González Pueyo, J. “Proceso de consolidación” cit., pág. 12. dice: Desde el punto de vista económico-financiero, V. González Pueyo, J. “Proceso de consolidación” cit., pág. 12. se refiere al “Registro-custodia” como *“la fase final en la que se anotan en las correspondientes cuentas las compras y ventas de valores una vez liquidadas. El registro lo realizan los DCV y los custodios en nombre de sus miembros participantes sin acceso directo al registro. Entre las funciones de los custodios se encuentran el mantenimiento de las cuentas de valores, que incluye la acreditación de titularidades (notary functions) y el suministro de información para facilitar la gestión de derechos económicos (dividendos) y políticos (voto)”*.

a) La ejecución de los contratos (art. 1278 del Código Civil), categoría que – como vimos en su momento- subyace a las dos etapas de la fase de post-contratación¹²⁰.

b) La eficacia extintiva de las obligaciones que se atribuye a la liquidación nos la identifica con el pago como la primera de las formas de extinguir las obligaciones identificada en el art. 1156 del Código Civil y desarrollada en los arts. 1157 y ss. del mismo Código. Así, la referencia a “*la transferencia de fondos, de valores, o de ambas cosas*” nos remite, respectivamente, a las normas sobre pago de las deudas de dinero (art. 1170) y a las normas sobre la entrega de cosa genérica (art. 1167) por cuanto los valores anotados de una misma emisión tienen carácter fungible (art. 18 RD 878/2015).

c) La circunstancia de que las operaciones liquidadas sean compraventas (art. 83.1 TRLMV) nos remite a las normas de cumplimiento de las obligaciones derivadas del contrato de compraventa (art. 1145 y ss. del Código Civil).

2. Función central y funciones colaterales de la liquidación.

Los sistemas de liquidación de valores gestionados por los DCV revisten importancia sistémica para el funcionamiento de los mercados de valores¹²¹ porque, además de la función central que cumplen en la liquidación de las operaciones sobre valores; desempeñan otras funciones colaterales en dos ámbitos¹²²:

¹²⁰ A estos efectos, resulta ilustrativo el art. 28 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 cuando define el Sistema de Liquidación de Valores como “*un sistema ordenado a la ejecución de operaciones, otras transmisiones y transferencias de valores incluidos en el registro contable a cargo de la Sociedad de Sistemas, con independencia del régimen de contratación en el que dichas operaciones hubieran sido concertadas o si en las mismas ha intervenido o no una entidad de contrapartida central*”.

¹²¹ R 2014, Cdo.(2).

¹²² En este sentido, el art. 4 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece, en su artículo 4, los “*objetivos y principios de actuación de la Sociedad de Sistemas*” diciendo: 1. *La Sociedad de Sistemas tiene por objetivos promover una liquidación correcta, eficiente y segura de las operaciones que se efectúen sobre los valores negociables y contribuir a garantizar la integridad de las emisiones de valores y a reducir y gestionar los riesgos asociados a la custodia de los valores. La Sociedad de Sistemas actuará bajo los principios de rentabilización de sus recursos y con vocación de obtener la mayor eficiencia en el desarrollo y explotación de sus sistemas. 2. En el marco del objetivo de respaldo a la estabilidad y seguridad del sistema financiero y para el desempeño de las funciones propias de un depositario central de valores, la Sociedad de Sistemas actuará de acuerdo con criterios transparentes, objetivos, no discriminatorios, y de acceso abierto y equitativo adoptando las cautelas necesarias para evitar una exposición*

a) Primero, desarrollan la denominada “función notarial” en los sistemas de tenencia de valores a través de los cuales las entidades participantes en los DCV comunican las tenencias de valores de los inversores, de tal modo que son un instrumento esencial para controlar la integridad de una emisión, es decir, para impedir la inflación patológica de valores, esto es, su creación o reducción indebidas de valores emitidos, contribuyendo así considerablemente a mantener la confianza de los inversores¹²³.

Esto es, en el caso de las acciones, dicha integridad es la concordancia entre el número y clase de valores emitidos por las sociedades anónimas cotizadas con ocasión de la constitución inicial de su capital social (art. 4 y 23.d LSC) o la ampliación sucesiva del mismo mediante emisión de nuevas acciones (art. 295 y ss. LSC) y las acciones de la misma sociedad que se estén negociando en los MSOV o en los SMN. Por lo tanto, la liquidación adecuada debe impedir que se generen excesos o defectos en aquella ecuación.

Algo análogo puede decirse de las obligaciones emitidas por las sociedades anónimas cotizadas, cuya integridad de las emisiones es la igualdad entre las emitidas (art. 401 y ss. LSC) y las circulantes en un MSOV o en un SMN en un momento determinado.

En definitiva, el control de la integridad de las emisiones de valores mediante una liquidación ajustada de las operaciones sobre los mismos es una condición esencial para que opere, por una parte, el principio básico de toda sociedad de capital de correspondencia entre capital y, por otra parte, para que opere el principio de protección del inversor para que éste no llegue a poseer acciones u obligaciones sin amparo efectivo en el patrimonio del emisor, sino nacidas de la inflación patológica causada por la liquidación desajustada de operaciones sobre aquellos valores.

indebida a riesgos que pudieran afectar al adecuado desempeño de las funciones que le están legalmente atribuidas”.

¹²³ El principio 11 referido a los DCV previsto en los “Principios para las infraestructuras de los mercados financieros” de la OICV/IOSCO (v. Principles for financial market infrastructures”) establece que un DCV debe establecer reglas y procedimientos adecuados que ayuden a garantizar la integridad de las emisiones de valores y minimizar los riesgos asociados con la salvaguarda y la transferencia de aquellos valores. El apartado 1.11, pág. 8, de aquel documento señala que estos DCV desempeñan un papel relevante para garantizar la integridad de las emisiones de valores, esto es, para que aquellos valores no resulten creados o destruidos ni sus características modificadas de forma accidental o fraudulenta a resultas de su proceso de negociación.

Encontramos una buena prueba de la importancia de estos deberes del DCV de garantizar la integridad de las emisiones cuando vemos que su incumplimiento genera la correspondiente responsabilidad administrativa¹²⁴.

A estos efectos, interesa verificar la importancia que este aspecto tiene en el estatuto jurídico de las entidades participantes en el DCV al ver que el art. 8 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 comienza diciendo: *“Las entidades participantes deberán cumplir las obligaciones establecidas en la normativa española aplicable al registro contable de valores representados mediante anotaciones en cuenta, así como lo previsto en el presente Reglamento y las Circulares e Instrucciones de desarrollo del mismo. Para ello, deberán disponer y conservar, así como suministrar a la Sociedad de Sistemas, la información necesaria para cumplir con las especificaciones que se establezcan para cada una de las cuentas a las que se refiere el artículo 19 y, muy en particular, para las cuentas que mantengan en sus Registros de Detalle. Asimismo, deberán establecer las medidas necesarias para mantener la exacta y permanente concordancia de sus Registros de Detalle con los saldos reconocidos en el Registro Central”*.

b) Segundo, las exigencias de aportación de garantías por los miembros compensadores de las ECC y las entidades participantes en los DCV hacen que estos sistemas de liquidación de valores gestionados por los DCV participan activamente en la aportación efectiva de garantías para las operaciones de política monetaria, así como en la aportación efectiva de garantías entre entidades de crédito, por lo que desempeñan un papel importante en los procesos de constitución de garantías.

3. La doble faceta jurídica –obligacional y real- de la liquidación.

La liquidación muestra, desde el punto de vista jurídico, una doble cara, propia de los modos de transmitir la propiedad de los bienes (en este caso, los valores) conforme a la teoría del título y el modo explicitada en el art. 609 de nuestro Código Civil ya que:

¹²⁴ Así, el art. 288.1.f) del TRLMV tipifica como infracción muy grave *“el incumplimiento de los requisitos que deben reunir los servicios que presta, contenidos en los artículos 37 a 41, cuando con ello se ponga en grave riesgo la integridad del sistema de liquidación o registro, o se perjudiquen gravemente los intereses de los participantes o de los titulares de valores, o se pongan en grave riesgo los valores de los participantes o de sus clientes”*. Y ello es así si tenemos en cuenta que el art. 37.1 del Reglamento (UE) nº 909/2014, el referirse a la *“integridad de la emisión”* dispone que *“los DCV tomarán las oportunas medidas de conciliación con vistas a comprobar que el número de valores que constituyan una emisión o formen parte de una emisión de valores registrada en el DCV sea igual a la suma de los valores registrados en las cuentas de valores de los participantes en el sistema de liquidación de valores gestionado por el DCV y, cuando proceda, en las cuentas de titulares mantenidas en el DCV. Estas medidas de conciliación se aplicarán como mínimo una vez al día”*.

a) Por una parte, la liquidación de operaciones conforme a las reglas de cada mercado mediante la entrega del efectivo y de los valores negociables desde que sus respectivas órdenes sean ejecutadas -aun cuando su liquidación efectiva se efectúe con posterioridad- es una obligación de los compradores y vendedores de valores negociables admitidos a negociación en MSOV¹²⁵.

b) Por otra parte, a resultas del cumplimiento de la obligación anterior, el comprador de los valores negociables admitidos a negociación en un MSOV adquirirá su titularidad cuando aquéllos queden anotados a su nombre en las cuentas de valores conforme a las reglas del sistema de registro¹²⁶.

4. Liquidación de operaciones y liquidación de derechos y obligaciones derivados de los valores negociados.

Partimos de la base de que los objetos de negociación –y, por lo tanto de contratación y posterior compensación y liquidación- son los valores negociados en los MSOV o en los SMN y que éstos son producidos, en la mayor parte de las ocasiones, por las SAC que son SA especiales a las que se aplica lo establecido en el Título XIV de la LSC y supletoriamente, en el resto de la LSC para las SSAA¹²⁷.

Si damos un paso más, vemos que los valores son “seres vivos” u objetos dinámicos y fructíferos que generan para sus titulares derechos y obligaciones económicos, políticos o mixtos a resultas de determinadas actuaciones de sus emisoras. Derechos y obligaciones que se configuran conforme al régimen especial de las SAC y, supletoriamente, conforme al régimen general de las SSAA (así, por ejemplo, generan derechos al dividendo con ocasión de la aplicación del resultado, derechos de información con ocasión de las convocatorias de las juntas generales o derechos de suscripción preferente con ocasión de los aumentos de capital).

Pues bien, la generación de derechos y obligaciones para sus titulares por los valores admitidos a negociación es relevante a los efectos que ahora nos interesan de su registro como anotaciones en cuenta y de la compensación y liquidación de las operaciones que los tienen por objeto en dos formas o

¹²⁵ TRLMV art. 94.1.

¹²⁶ TRLMV art. 94.2.

¹²⁷ Art. 495 LSC.

momentos: De forma estática (sin operación de transmisión de los mismos) o de forma dinámica (a resultas de la transmisión de los mismos)¹²⁸.

Por lo anterior, es necesario establecer una coordinación de los tres tipos de entidades implicadas en estos procesos para garantizar la asignación cronológicamente correcta de los derechos y obligaciones a sus titulares. Y esta coordinación cronológica se establece de dos modos:

a) Primero, de forma estática o no traslativa, esto es, con independencia de que se produzca una transmisión de los valores y un cambio consiguiente de titular, la entidad emisora (por ejemplo, una SAC) estará obligada a comunicar los derechos u obligaciones de contenido económico que los valores generen tan pronto se haya adoptado el acuerdo correspondiente (por ejemplo, los acuerdos de reparto de las ganancias sociales que generen el derecho al dividendo ex arts. 93 y art. 275.2 LSC o los acuerdos de aumento de capital con cargo a reservas que generen el derecho a la asignación gratuita de nuevas acciones ex art. 303 LSC) a dos tipos de entidades: Por una parte, a los DCV encargados de los registros contables de los mismos y de la liquidación de operaciones sobre aquellos y, por otra, a las sociedades rectoras de los MSOV y de los SMN en los que estén admitidos a negociación sus valores. Estas comunicaciones deberán especificar las fechas relevantes para el reconocimiento, ejercicio, cumplimiento y pago de los correspondientes derechos y obligaciones, teniendo en cuenta las normas aplicables a la contratación, compensación, liquidación y registro de las operaciones sobre los valores admitidos a negociación en dichos mercados¹²⁹.

b) Segundo, de forma dinámica o traslativa, esto es, cuando se produzca una transmisión de los valores y un cambio consiguiente de titular, se plantea el problema añadido de la asignación cronológica de los beneficios, derechos u obligaciones inherentes a la titularidad de los mismos. Pues bien, esta asignación cronológica se realizará de dos maneras, según la categoría de valores de que se trate de tal manera que: En el caso de los valores participativos o de renta variable, a saber, las acciones y valores equivalentes a

¹²⁸ En este sentido, el Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016, dice, en el apartado II de su Preámbulo: *“Al mismo tiempo, la Sociedad de Sistemas desempeña una importante tarea en relación con los emisores de valores: no sólo garantiza la integridad de la emisión de valores incluidos en su registro, sino que es un canal para el ejercicio de los derechos de los titulares de los valores frente a los emisores, a la vez que encauza las solicitudes de información de las emisoras sobre la identidad de sus accionistas”*.

¹²⁹ Art. 95.1 y 2 TRLMV.

acciones, la asignación se realizara al adquirente desde la fecha de la compra en el MSOV o SMN, esto es, desde la fecha de la contratación. En estos casos, hay una eficacia retroactiva de la liquidación cuyos efectos se retrotraen a la contratación. En el caso de los valores no participativos o de renta fija y demás valores no equivalentes a acciones, la asignación se efectuará al adquirente desde la fecha de liquidación de la correspondiente operación de compra. En estos casos, hay una coincidencia y eficacia simultánea de la liquidación y los efectos de la contratación.

En todo caso, la coordinación entre la liquidación de operaciones, por una parte, y la liquidación de derechos y obligaciones, por otra, obliga a prever que, si se produjeran retrasos u otras incidencias en el proceso de liquidación de las operaciones, podrán realizarse los ajustes oportunos sobre la liquidación de dichos derechos u obligaciones¹³⁰. En concreto, serán los DCV quienes realizarán los oportunos ajustes en relación con la liquidación de operaciones sobre valores que tuvieran asignado algún derecho u obligación cuando, por retrasos o eventuales fallos en la liquidación de las operaciones, los valores no se hubieran asignado a los perceptores con derecho a aquellos. Asimismo, las ECC que intervengan en la liquidación podrán realizar los oportunos ajustes relativos a las operaciones de préstamos de valores con objeto de compensar al prestamista por los derechos económicos que le correspondan¹³¹.

Por último, debemos recordar el derecho que atribuye el art. 497.1 de la LSC a las SAC a obtener de las entidades que lleven los registros contables los datos correspondientes a sus accionistas¹³².

¹³⁰ Art. 95.3 TRLMV.

¹³¹ El artículo 84 del RD 878/2015 regula la “gestión de eventos corporativos en caso de retrasos o incumplimientos en la liquidación”.

¹³² El art. 26 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece el régimen del suministro de datos a las emisoras sobre la identidad de los titulares de valores diciendo: *“La Sociedad de Sistemas prestará a las entidades emisoras de valores nominativos y a aquellas otras entidades emisoras que así lo soliciten, el servicio de comunicación diaria de los datos de titularidad relativos a las operaciones liquidadas que se realicen sobre sus acciones o participaciones que permitan la actualización de su libro registro y la comunicación con sus accionistas o partícipes. La Sociedad de Sistemas podrá recibir comunicaciones de las entidades emisoras relativas a posibles discrepancias para su remisión, análisis y aclaración por las entidades participantes Registradoras (...)”*.

5. Principios rectores del sistema de liquidación de operaciones¹³³.

5.1. Entrega contra pago.

Para ello, los DCV sólo liquidarán las operaciones respecto de las que exista saldo de valores (ventas) o de efectivo (compras) suficiente y disponible para ello¹³⁴. Esta doble exigencia cuantitativa de suficiencia y cualitativa de libre disponibilidad nos remite a los requisitos clásicos del pago como forma de extinción de las obligaciones consistentes en la completitud y libre disposición de la cosa debida (arts. 1157 y 1160 del Código Civil).

5.2. Objetivación de la fecha de liquidación.

La propia definición de la liquidación como “finalización” o acto final implica una dimensión temporal de la misma y una necesidad intrínseca de certidumbre respecto de su ejecución. Por ello los MSOV o SMN determinarán en sus reglamentos la fecha teórica de liquidación de las operaciones ejecutadas pudiendo establecer distintas fechas en función de los valores negociables a liquidar, de los segmentos de negociación y de otros criterios, de acuerdo con la normativa europea aplicable y en coordinación, en su caso, con las ECC y los DCV que intervengan en los procesos de liquidación¹³⁵.

En particular, la liquidación correspondiente a las operaciones contratadas en cada sesión en un MSOV o en un SMN tendrá lugar un número prefijado de días posteriores, de acuerdo con lo establecido en el Reglamento (UE) nº 909/2014, de 23 de julio de 2014. En todo caso, el objetivo del sistema de liquidación de valores será alcanzar la liquidación antes de terminar la jornada

¹³³ El art. 78.1, dedicado a los “*principios rectores del sistema de liquidación de operaciones*” abre la Sección 3.ª del Capítulo III del RD 878/2015 dedicada a las “*reglas aplicables al procedimiento de liquidación de valores negociables*”, diciendo: “*El sistema de liquidación responderá a los principios de entrega contra pago, objetivación de la fecha de liquidación y neutralidad financiera, en los términos indicados en los apartados siguientes*”. El art. 29 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 enumera los “*principios rectores del Sistema de Liquidación de Valores*”.

¹³⁴ Art. 78.2 RD 878/2015 .Los principios 8 a 10 de los Principios para las infraestructuras de los mercados financieros” de la OICV/IOSCO (v. Principles for financial market infrastructures”) tratan de la liquidación y se ocupan, en concreto, de la finalidad de las FMIs de proporcionar una liquidación final clara y cierta, como mínimo, al final de la sesión de referencia de valor o, cuando sea preferible o necesario, con una liquidación intradía o en tiempo real. Asimismo se ocupan de las liquidaciones dinerarias y mediante entregas físicas.

¹³⁵ TRLMV art. 94.3.

de la fecha prevista de liquidación. En todo caso, deberá producirse el cierre de la cuenta de liquidación antes del inicio de la siguiente sesión¹³⁶.

La liquidación de las operaciones que hayan sido comunicadas a un DCV por una ECC, un MSOV, un SMN o por sus entidades participantes, se realizará en la fecha hábil que se especifique conforme a la normativa interna del aquel DCV¹³⁷.

El art. 29.b del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece, respecto del principio de “objetivación de la fecha teórica de liquidación”, lo siguiente: *“El Sistema de Liquidación de Valores tiene como objetivo alcanzar la liquidación antes de terminar la jornada de la fecha prevista de liquidación. La liquidación correspondiente a cada operación concertada en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación tendrá lugar un número prefijado de días después, que no será posterior al segundo día hábil tras la contratación”*.

Encontramos una buena prueba de la importancia de los deberes implícitos del DCV de garantizar la objetivación de la fecha de liquidación cuando vemos su incumplimiento genera la pertinente responsabilidad administrativa¹³⁸.

5.3. Neutralidad financiera.

La neutralidad financiera exige la simultaneidad jurídica en el cumplimiento por las partes vendedora y compradora de las obligaciones derivadas de las operaciones de compraventa de valores. De ahí que las transferencias de valores del vendedor al comprador y de efectivo del comprador a vendedor que resulten de la liquidación se practicarán u ordenarán por los DCV de modo simultáneo¹³⁹ y los cargos y abonos en las cuentas de efectivo derivados de las órdenes de transferencia de valores y efectivo tendrán valor mismo día¹⁴⁰.

¹³⁶ Art. 78.4 RD 878/2015.

¹³⁷ Art. 80.1 RD 878/2015.

¹³⁸ Así, el art. 288.1.f) del TRLMV tipifica como infracción muy grave “el incumplimiento de los requisitos que deben reunir los servicios que presta, contenidos en los artículos 37 a 41, cuando con ello se ponga en grave riesgo la integridad del sistema de liquidación o registro, o se perjudiquen gravemente los intereses de los participantes o de los titulares de valores, o se pongan en grave riesgo los valores de los participantes o de sus clientes”. Si tenemos en cuenta que el art. 39 del Reglamento (UE) nº 909/2014, al referirse a la “firmeza de la liquidación” establece que “los DCV harán públicas las normas por las que se rige la firmeza de las transferencias de valores y de efectivo en un sistema de liquidación de valores”.

¹³⁹ Art. 78.3 RD 878/2015.

¹⁴⁰ Art. 78.5 RD 878/2015.

6. Procedimiento de liquidación de operaciones.

Este procedimiento¹⁴¹ pasa por las tres etapas siguientes:

- a) Comunicación de las órdenes de transferencia de valores y efectivo al DCV por una ECC, un MSOV, un SMN o por sus entidades participantes. A tal efecto, los DCV determinarán en sus reglamentos internos los requisitos que deben contener las órdenes de transferencia de valores y efectivo que reciban de sus entidades participantes, a fin de aceptarlas y proceder a su liquidación. En atención a las modalidades de contratación o a la posible intervención de una ECC, los DCV establecerán en su normativa interna las diversas modalidades de comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia de valores y efectivo¹⁴²
- b) Aceptación de las órdenes de transferencia por los DCV, una vez que verifiquen que aquellas órdenes se ajustan a los requisitos establecidos en sus reglamentos internos¹⁴³.
- c) Ejecución de las órdenes de transferencia por los DCV mediante la liquidación de las operaciones que conllevará transferencia de valores, transferencia de efectivos o ambas¹⁴⁴. En lo que a los valores respecta, el DCV procederá a su liquidación mediante el abono y correlativo adeudo de los valores en las cuentas del registro central y, las entidades participantes registradoras deberán practicar simultáneamente la anotación correlativa, cuando proceda, en las cuentas de sus registros de detalle¹⁴⁵.

¹⁴¹ Los arts. 32 y 33 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establecen la *“diversidad de modalidades de comunicación, aceptación y ejecución de órdenes de transferencia”* y el *“procedimiento especial y opcional de intermediario financiero”*.

¹⁴² Art. 79.1 y 2 RD 878/2015. El art. 30 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece la forma de *“comunicación de órdenes de transferencia de valores y efectivo”*.

¹⁴³ El art. 31 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece el proceso de *“aceptación de órdenes de transferencia cursadas al sistema. Irrevocabilidad y firmeza”*.

¹⁴⁴ Los arts. 34 y 35 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establecen la forma de liquidación de valores y de efectivo.

¹⁴⁵ Art. 80.2 y 3 RD 878/2015.

Los DCV informarán a los MSOV, a los SMN, a las ECC con las que haya celebrado un convenio, y a sus entidades participantes de las operaciones liquidadas y, en su caso, de las incidencias producidas¹⁴⁶.

7. La plataforma de liquidación de operaciones sobre valores paneuropea TARGET2-Securities (T2S).

Dado que la liquidación de las operaciones realizadas en los mercados secundarios de valores se caracteriza –de forma semejante a la compensación– por ser multilateral (ya que, en cada jornada, se cruzan miles de órdenes de compra y de venta de valores procedentes de miles de inversores finales y retransmitidas por cientos de miembros de los mercados, que, por lo tanto, deber ser liquidadas de forma centralizada para beneficiarse de las economías de escala y, con frecuencia, transfronterizas (porque a menudo, órdenes de compra y de venta se cruzan entre inversores radicados en países diferentes) y dada la unificación del régimen jurídico de esta fase de la post-contratación a través de los Reglamentos comunitarios mencionados, es pertinente llamar la atención sobre el proceso de implantación de la plataforma de liquidación de operaciones sobre valores paneuropea denominada TARGET2-Securities (T2S), desarrollada por el Eurosistema dentro del Banco Central Europeo, que persigue proporcionar servicios básicos de liquidación de operaciones de valores de modo armonizado y sin fronteras en toda Europa, para lo que es preciso estandarizar y normalizar la liquidación de entrega contra pago (DVP) en dinero de banco central en euros¹⁴⁷.

El desarrollo y la gestión operativa del T2S han sido asignados a 4 Bancos Centrales del Eurosistema (los de Francia, Alemania, Italia y España) bajo el principio de recuperación de costes. Las ventajas que se predicen de este sistema de liquidación de operaciones sobre valores residen en la eliminación del riesgo de liquidación, al liquidarse las operaciones en dinero de banco central en euros; en la neutralidad transfronteriza respecto de los Estados e

¹⁴⁶ Art. 79.3 RD 878/2015.

¹⁴⁷ El Informe conjunto de la CNMV y del Banco de España de diciembre de 2007 sobre “Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa” cit. pág. 39 y ss. y 45 y ss. se refería, respectivamente, al –entonces– proyecto de T2S y a los impactos del mismo. Ya en 2010, González Pueyo, J. “Proceso de consolidación” cit., pág. 31 destacaba la influencia de este proyecto en el proceso de consolidación de las infraestructuras de post-contratación señalando que, en este proceso: *“El papel del regulador ha sido determinante en EE.UU., y puede llegar a serlo en Europa. El lanzamiento en 2013 del proyecto Target 2 Securities por parte del Banco Central Europeo (para habilitar la liquidación de valores, además de efectivo), puede constituirse en una vía de consolidación, por la iniciativa institucional, de los servicios de liquidación en la zona euro”*.

inversores, al tratarse de una organización supranacional; en la mutualización porque el sistema no persigue el beneficio empresarial como tal, sino que opera bajo el criterio exclusivo de recuperación plena del coste; y en la experiencia previa del Eurosistema al gestionar los sistemas de pago TARGET y TARGET 2.

Los objetivos que persigue el T2S son reducir los costes de liquidación de las operaciones transfronterizas sobre valores, que pueden ser de hasta 10 veces superiores a las liquidaciones domésticas; potenciar la integración de los mercados de valores europeos mediante la armonización implícita de las estructuras de post-contratación; y mejorar la gestión por los bancos de la liquidez y de las garantías inherentes a las operaciones sobre valores, que no se verán bloqueadas a nivel local.

En cuanto a la estructura de gobierno del proyecto T2S, dado que es propiedad del Eurosistema, la responsabilidad del programa recae en el Comité Ejecutivo y en el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, como órgano decisorio último, que actúa asesorado por 2 órganos específicos del TS2 que son: El Consejo T2S y el Grupo Consultivo T2S¹⁴⁸.

El proceso de implantación del T2S está siendo gradual ya que la plataforma está operativa desde el 22 de junio de 2015 y el Acuerdo Marco (T2S Framework Agreement) -negociado entre el Eurosistema y 20 Depositarios Centrales de Valores (DCVs)- se hará efectivo mediante la migración de los sistemas de liquidación de valores respectivos al T2S en cinco oleadas que –

¹⁴⁸ El Consejo T2S (T2S Board) fue constituido por el Consejo de Gobierno del BCE el 19 de julio de 2012, como principal órgano responsable del proyecto y de las relaciones con el mercado y con los proveedores, en dependencia directa del propio Consejo de Gobierno. El Consejo T2S está formado por un presidente, un vicepresidente y 11 miembros más, entre los que se encuentran dos representantes españoles de la Dirección General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pago del Banco de España y de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. En el Grupo Consultivo T2S (T2S Advisory Group) participan los bancos centrales, los DCV, los usuarios, y otras autoridades y entidades interesadas en el proyecto. Su misión principal es asegurar que T2S cumple con las necesidades del mercado, apoyando al proyecto en la definición de las necesidades de los usuarios y asegurando que las especificaciones generales y detalladas cubren dichas necesidades; también asesora en materias como la política de precios y la armonización en el ámbito de los sistemas de liquidación de valores relativos a T2S. Además y dependiendo de los órganos citados se han establecido comités para tratar asuntos específicos, como son el Grupo de Dirección de los DCV (CSD Steering Group) que articulará y coordinará las opiniones de los DCV participantes sobre cualquier asunto relacionado con T2S; y los Grupos Nacionales de Usuarios (GNU) que, en cada uno de los países del Eurosistema y de otros países europeos interesados, sirven de cauce de participación de los mercados respectivos en los trabajos del Grupo Consultivo de T2S.

según lo anunciado por el Consejo de Gobierno del BCE- se desarrollarán desde junio de 2015 a septiembre de 2017. Para ello, los DCVs que participen en el T2S deberán externalizar su actividad de liquidación a T2S y actuarán como punto de entrada a través del cual los participantes del mercado puedan acceder a los servicios de T2S.

En el caso de España, el 8 de mayo 2012 la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Iberclear) firmó el Acuerdo Marco, que supone la externalización a T2S de la liquidación de valores. Iberclear migrará a T2S en la última ola, el 18 de septiembre de 2017¹⁴⁹.

En el nuevo escenario del T2S, los DCVs se mantienen como las entidades legalmente responsables de la liquidación de valores y gestión de posiciones hacia sus participantes; debiendo mantener sus tablas de datos estáticos (valores, cuentas, contrapartidas y otros parámetros de configuración) en la plataforma de T2S. Por ello, con la migración a T2S, Iberclear asumirá la subcontratación de funciones de liquidación de valores, en los términos previsto en el Acuerdo Marco que detalla los derechos, obligaciones y responsabilidades del Eurosistema y de los DCVs.

B) DEPOSITARIOS CENTRALES DE VALORES.

1. Noción.

De forma genérica, el Derecho de la UE define como «depositario central de valores» o «DCV»¹⁵⁰ a una persona jurídica que gestione un sistema de liquidación de valores («servicio de liquidación») y preste al menos otro de los servicios básicos enumerados en la Sección A del Anexo del Reglamento 909/2014 que son: el registro inicial de los valores en un sistema de anotaciones en cuenta o «servicio de notaría»; y la provisión y mantenimiento

¹⁴⁹ La web de IBERCLEAR señala que “ARCO es la nueva plataforma técnica de IBERCLEAR, cuyo desarrollo es el resultado de la Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación en España. Éste centra sus objetivos en ofrecer más flexibilidad y eficiencia y a la vez mantener los niveles actuales de supervisión y control, todo ello dirigido a cumplir con los requerimientos dispuestos para la migración Target2 Securities y los retos que, sin duda, aparecerán a partir de entonces”.

¹⁵⁰ R 2014, art. 2.1.1 y Anexo.

de cuentas de valores en el nivel superior de tenencia o «servicio central de mantenimiento»¹⁵¹.

Vemos como en esta definición de DCV aparece de nuevo la idea central –a la que nos hemos referido en el epígrafe III.A de este Estudio- de la vinculación esencial entre el registro central de los valores anotados objeto de negociación y la liquidación centralizada de las operaciones sobre aquellos.

De forma específica, en nuestro Ordenamiento, los DCV aparecen como sociedades anónimas especiales que, autorizadas por la CNMV y bajo su supervisión, desarrollan la funciones propias de infraestructuras de post-contratación en la fase de liquidación –conforme a los arts. 94 y 95 del TRLMV- de las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción de acciones que sean realizadas en segmentos de contratación multilateral de los MSOV y de los SMN.

En la actualidad, en España opera como DCV la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal, cuya denominación abreviada legal es la Sociedad de Sistemas y cuyo nombre comercial es IBERCLEAR¹⁵². Esta Sociedad de Sistemas se creó mediante la transformación de la sociedad «Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.» constituida con la participación del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y el Banco de España y asumió las funciones de las dos entidades fundadoras, que eran los gestores de los sistemas de registro, compensación y liquidación de los valores negociados en los mercados respectivamente encomendados¹⁵³. En este sentido, el art. 1 del Reglamento vigente de la

¹⁵¹ El Título V (art. 27 y ss.) del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 regula la *“gestión de sistemas de liquidación”*.

¹⁵² Arts. 97 y 98 y DA 6ª TRLMV y art. 62 RD 878/2015. IBERCLEAR, como DCV español, es el encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas (SCLV), en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones (CADE), en AIAF Mercado de Renta Fija (SCLV-AIAF), así como en Latibex, el mercado de valores latinoamericanos en euros. IBERCLEAR gestiona dos plataformas de liquidación: CADE, donde se liquidan los valores de renta fija (pública y privada); y SCLV, donde se liquidan los valores negociados en la Bolsa. Sobre los antecedentes, v. GONZÁLEZ CASTILLA, F., «El servicio de compensación y liquidación de valores, S.A., y sus funciones normativas», RDBB, núm. 75, 1999.

¹⁵³ La DA 6ª del TRLMV, en su apartado 1, señala: *“la asunción efectiva por parte de la Sociedad de Sistemas de sus funciones se efectúa tras la modificación del objeto y denominación social de la sociedad «Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A.» y de la modificación societaria consistente en la distribución del capital social de la Sociedad de Sistemas entre los accionistas del Sistema de Compensación y Liquidación de Valores y del Banco de España, con las ampliaciones o reducciones de capital necesarias”*; añadiendo que las aportaciones no dinerarias que reciba la Sociedad de Sistemas serán objeto de valoración por un experto designado al efecto de común acuerdo por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y el Banco de España, que

Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece: *“La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.U., (en adelante, la “Sociedad de Sistemas”) es un depositario central de valores, sometido al régimen de autorización previsto en el artículo 97 de la Ley del Mercado de Valores, que desempeña las siguientes funciones: (...)”*.

Es relevante recordar que el apartado 2 de la DA 6ª establece un control previo del Gobierno sobre las sociedades matrices de las sociedades que administren los DCV cuando establece que el Gobierno podrá autorizar -previo informe de la CNMV, oídas las Comunidades Autónomas con competencia en la materia y a propuesta del MEC- que una o varias entidades adquieran, directa o indirectamente, la totalidad del capital o una participación que atribuya al o a los adquirentes el control, directo o indirecto, de todas o algunas de las sociedades que administren DCV y que, a partir de tal adquisición, corresponda a esa o esas entidades la titularidad del citado capital.

De las definiciones anteriores se infieren dos pautas regulatorias de estos DCV: la primera es el monopolio de la gestión de los sistemas de liquidación de valores por parte de estos DCV, dado que el carácter sistémico de los riesgos generados implican un interés público en su funcionamiento seguro¹⁵⁴. Y, como precipitado lógico de la pauta anterior, la exigencia de que tales DCV cumplan unas determinadas condiciones de acceso y de ejercicio de sus actividades de registro central y liquidación de valores¹⁵⁵.

2. Regulación.

Estos DCV se rigen por una doble regulación:

a) En primer lugar, por su regulación externa contenida en el Reglamento (UE) nº 909/2014, en el Reglamento (UE) nº 236/2012, en el TRLMV (art. 97 a 102),

surtirá los efectos previstos en el capítulo II del título III de la LSC y que no se aplicarán a las anteriores operaciones societarias lo dispuesto en los artículos 304, 334 y 343 de dicha LSC.

¹⁵⁴ Así, el Cdo. (30) del R 2024 dice: “En aras de un funcionamiento seguro de los sistemas de liquidación de valores, su gestión ha de estar exclusivamente a cargo de los DCV, o de los bancos centrales que actúen como DCV, que estén sujetos a las normas contenidas en el presente Reglamento”.

¹⁵⁵ En este sentido, el Considerando (35) del R 2014 se refiere a los requisitos corporativos de estos DCV del siguiente modo: “Teniendo en cuenta la complejidad y el carácter sistémico de los DCV y de los servicios que prestan, resulta oportuno garantizar, mediante normas de gobernanza transparentes, que los altos directivos, los miembros del órgano de dirección, los accionistas y los participantes que se hallen en condiciones de ejercer sobre el funcionamiento del DCV un control, tal como se define por referencia a la Directiva 2013/34/UE, sean personas idóneas para velar por una gestión adecuada y prudente del DCV”.

en los arts. 57 a 61 y 67 a 74 del RD 878/2015, en la LSC y en la normativa de desarrollo aplicable¹⁵⁶.

b) En segundo término, por las normas de régimen interno contenido en sus estatutos, autorizados por la CNMV, que regularán su funcionamiento interno como sociedad¹⁵⁷; en el reglamento interno, que regulará su funcionamiento y los servicios que presta; y en las circulares que el propio DCV puede emitir para completar su reglamento interno¹⁵⁸. En general, los estatutos y el reglamento interno contendrán las obligaciones y los requisitos organizativos y procedimentales necesarios para dar cumplimiento a lo dispuesto en el Reglamento (UE) nº 909/2014, de 4 de julio¹⁵⁹.

El art. 1 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece su régimen interior del siguiente modo: *“4. El presente Reglamento recoge el régimen de funcionamiento de la Sociedad de Sistemas, los servicios prestados por la misma, así como su régimen económico, el régimen jurídico aplicable a las entidades participantes, los procedimientos de fijación y comunicación de tarifas y las condiciones y*

¹⁵⁶ Art. 97.1 TRLMV.

¹⁵⁷ Art. 57.2 RD 878/2015.

¹⁵⁸ Téngase en cuenta el principio 23 de transparencia previsto en los “Principios para las infraestructuras de los mercados financieros” de la OICV/IOSCO (v. Principles for financial market infrastructures”).

¹⁵⁹ Art. 101 TRLMV. El Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016, dice, en el apartado III de su Preámbulo que: *“El presente Reglamento sustituye al Reglamento de Organización y Funcionamiento que, teniendo su origen en un reglamento interno del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, aprobado por su Junta General el 28 de abril de 1992, fue posteriormente modificado y transformado en el Reglamento de la Sociedad de Sistemas, mediante Orden ECO/689/2003, de 27 de marzo, la Orden EHA/2054/2010, de 26 de mayo y la Orden ECC/680/2013, de 8 de abril. El nuevo Reglamento se encuadra en el marco de la Reforma del Sistema Español de Compensación y Liquidación, que fue impulsada por la Ley 32/2011, de 4 de octubre, y culminada con la disposición final primera de la Ley 11/2015, de 18 de junio, con la finalidad de alcanzar una cierta homogeneización de las actividades de post-contratación españolas con aquellas estructuras de nuestros principales socios europeos. Además, dentro del contexto comunitario, el Reglamento incorpora las adaptaciones derivadas del Reglamento (UE) nº 909/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) nº 236/2012 (en adelante, “Reglamento de Depositarios Centrales de Valores”). Estas adaptaciones permitirán a la Sociedad de Sistemas obtener la autorización como Depositario Central de Valores exigida en dicho Reglamento. Es preciso señalar que muchas de las obligaciones ahora exigidas por la legislación comunitaria formaban parte del ordenamiento jurídico español, en particular, aquellas medidas que contribuyeron a la seguridad y eficiencia en la post-contratación en España: la obligatoria representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta, la disciplina en la liquidación, la firmeza de las transferencias de valores, la protección de los valores de los participantes y sus clientes, la liquidación en efectivo a través de cuentas abiertas en banco central, etc.”.*

principios bajo los cuales dicha sociedad prestará los referidos servicios, los procedimientos para gestionar la entrega de valores y su pago, el momento de firmeza de las órdenes de transferencia que se cursen a los sistemas que gestione, la política y criterios aplicables en la gestión de riesgos y el régimen de garantías que puedan ser exigibles a las entidades participantes. Asimismo, establece el régimen jurídico de las entidades participantes en los sistemas gestionados por la Sociedad de Sistemas y las relaciones de dicha Sociedad con las infraestructuras de mercado financiero, las entidades emisoras de valores y otras personas físicas o jurídicas, en función de los servicios que reciban de la Sociedad de Sistemas. 5. La Sociedad de Sistemas desarrollará lo previsto en el presente Reglamento mediante Circulares e Instrucciones, que serán de obligado cumplimiento para las entidades participantes en los sistemas gestionados por dicha sociedad y para los restantes usuarios de los servicios prestados por la Sociedad de Sistemas. 6. Las Circulares ordenarán el sistema de llevanza y control de los registros contables, los procesos de liquidación y establecerán las condiciones para la prestación de los servicios por parte de la Sociedad de Sistemas. Su aprobación corresponderá al Consejo de Administración o a una comisión delegada del mismo. Cuando puedan afectar a la ordenación de los procesos de liquidación o del sistema de llevanza y control de los registros contables, las Circulares deberán ser comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y al Banco de España en un plazo máximo de veinticuatro horas siguientes a su adopción, teniendo la Comisión Nacional del Mercado de Valores la potestad atribuida de suspender su aplicación o dejarlas sin efecto cuando estime que infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado desarrollo de la liquidación o el sistema de llevanza y control de los registros contables de acuerdo con los principios que deben inspirarlas. Las Circulares serán publicadas en la página web de la Sociedad de Sistemas y en los Boletines de los mercados secundarios oficiales y sistemas multilaterales de negociación a los que preste servicio. 7. Las Instrucciones recogerán, de conformidad con las Circulares, cualquier desarrollo y modificación de los procedimientos técnicos que se apliquen al conjunto de los valores u operaciones. Su aprobación corresponde a los Directores designados por el Consejo de Administración. 8. En el desarrollo de sus funciones, la Sociedad de Sistemas difundirá entre sus entidades participantes Notas informativas y Avisos”.

En general, el ciclo vital de estos DCV está sometido a las dos fases típicas de todo intermediario financiero regulado porque deben cumplir:

a) Primero, las condiciones de acceso a su actividad que está condicionada a su autorización la autoridad competente de un Estado miembro¹⁶⁰. En este sentido, interesa destacar que nuestro TRLMV tipifica como infracciones muy graves “la prestación de los servicios establecidos en las Secciones A, B, y C del Anexo del Reglamento (UE) nº 909/2014, incumpliendo lo dispuesto en los artículos 16, 25 y 54 salvo que tenga un carácter meramente ocasional o aislado” y “la obtención de la autorización que establecen los artículos 16 y 54 mediante declaraciones falsas o cualquier otro medio ilícito”¹⁶¹. Debiéndose tener en cuenta, a estos efectos, que el Reglamento citado establece –en los

¹⁶⁰ Se establecen en el Capítulo I del Título III, art. 10 y ss. del R 2014.

¹⁶¹ Art. 288.1. a) y b) TRLMV.

artículos que se citan- las diferentes hipótesis de autorización de los DCV comunitarios, extracomunitarios y de la autorización y designación de un DCV para la prestación de servicios auxiliares de tipo bancario.

b) Segundo, las condiciones de ejercicio de su actividad de liquidación puesto que han de cumplir una serie de requisitos en materia de organización, de normas de conducta y de requisitos prudenciales¹⁶². En este sentido, es pertinente señalar que nuestro TRLMV tipifica como infracciones muy graves diferentes incumplimientos de lo establecido en diversos preceptos del Reglamento (UE) nº 909/2014 consistentes en *“el incumplimiento de los requisitos de capital contenidos en el artículo 47.1, cuando con ello se ponga en riesgo la solvencia o viabilidad de la entidad infractora o su grupo”; “irregularidades sustanciales, de los requisitos de organización contenidos en los artículos 26 a 30”; y el incumplimiento, con carácter no meramente ocasional o aislado, o con irregularidades sustanciales, de las normas de conducta incluidas en los artículos 32 a 35”*¹⁶³. Debiéndose tener en cuenta, a estos efectos, que el Reglamento citado establece –en los artículos que se citan- los requisitos de organización aplicables a los DCV (arts. 26 a 30) y las normas de conducta que les resultan exigibles (arts. 32 a 35). En este mismo ámbito, es pertinente recordar que nuestro TRLMV tipifica como infracciones muy graves diferentes incumplimientos de lo establecido en otros tantos preceptos del Reglamento (UE) nº 909/2014 consistentes en *“el incumplimiento de los requisitos prudenciales contenidos en los artículos 43 a 47, cuando con ello se ponga en riesgo la solvencia o viabilidad de la entidad infractora o su grupo” y “el incumplimiento de los requisitos que deben reunir los enlaces entre depositarios centrales de valores contenidos en el artículo 48, cuando con ello se ponga en grave riesgo la integridad y funcionamiento del sistema de liquidación o registro”*¹⁶⁴. Debe recordarse, asimismo, que el Reglamento señalado establece, en los preceptos que se citan, por una parte, los “requisitos prudenciales” que afectan a los riesgos jurídicos, a los riesgos de negocio

¹⁶² Se establecen en el Capítulo II del Título III, art. 26 y ss. del R 2014. Téngase en cuenta los principios previstos en los “Principios para las infraestructuras de los mercados financieros” de la OICV/IOSCO (v. Principles for financial market infrastructures”) sobre la gestión de los riesgos de crédito y liquidez, aspecto del que tratan los principios 4 a 7 referidos al riesgo de crédito, al riesgo de liquidez y a las garantías aptas para cubrir las exposiciones a dichos riesgos y sobre la gestión de riesgo de negocio y riesgo operacional de las FMIs, aspecto al que se dedican los principios 15 a 17, que prestan una especial atención a los riesgos de custodia e inversión por pérdida o retraso en el acceso a los activos de las entidades que participan en las FMIs.

¹⁶³ Art. 288.1. c), d) y e) TRLMV.

¹⁶⁴ Art. 288.1. g) y h) TRLMV.

generales, a los riesgos operativos, a la política de inversión y a los requisitos de capital (arts. 42 a 47); y, por otra parte, a los requisitos de enlace de los DCV (art. 48).

3. Estructura.

3.1. Estructura subjetiva.

La estructura subjetiva de estos DCV está integrada por los siguientes niveles de sujetos:

- a) Sus accionistas quienes, cuando adquieran una participación cualificada, deberán mostrar su idoneidad ante la CNMV conforme al Reglamento (UE) nº 909/2014, teniéndose en cuenta, entre otros, factores su honorabilidad, sus medios patrimoniales con que cuenten para atender los compromisos asumidos y el desempeño de actividades no financieras o actividades financieras de alto riesgo que puedan afectar o exponer inapropiadamente a la ECC¹⁶⁵.
- b) Sus gestores, organizados en forma de consejo de administración, integrado por un mínimo de 5 miembros, y de un director general cuyos nombramientos estarán sujetos a la previa aprobación de la CNMV¹⁶⁶.
- c) Sus órganos internos. En este sentido, los DCV deberán contar con los órganos y comités previstos en el Reglamento (UE) nº 909/2014¹⁶⁷, entre los que destaca el Comité de Usuarios¹⁶⁸.

¹⁶⁵ Art. 99 TRLMV y art. 59 RD 878/2015.

¹⁶⁶ Art. 98.2 TRLMV y art. 58 RD 878/2015. En nuestro Derecho vigente, el apartado 1 de la DA 6ª del TRLMV dispone que el nombramiento de los miembros del Consejo de Administración, Directores Generales y asimilados de la Sociedad de Sistemas estará sujeto a la aprobación de la CNMV.

¹⁶⁷ Art. 98.3 TRLMV.

¹⁶⁸ El art. 27.5 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece: *“Para cada sistema de liquidación que gestione, la Sociedad de Sistemas establecerá un Comité de usuarios, que estará integrado por representantes de los emisores y entidades participantes en el sistema de liquidación, de conformidad con lo previsto en el artículo 28 del Reglamento de Depositarios Centrales de Valores. Mediante Circular se determinarán las reglas de composición y representación de los Comités, las funciones y responsabilidades de la presidencia, la duración del mandato de sus miembros, así como las normas de convocatoria, periodicidad de las reuniones, deliberación y voto de los asuntos que se les sometan”*.

A estos efectos, es pertinente recordar que nuestro TRLMV tipifica como infracciones muy graves diferentes incumplimientos de los establecido en otros tantos preceptos del Reglamento (UE) nº 909/2014 consistentes en “el incumplimiento, con carácter no meramente ocasional o aislado, o con irregularidades sustanciales, de los requisitos de organización contenidos en los artículos 26 a 30”¹⁶⁹. Debe recordarse, asimismo, que el Reglamento señalado establece, en los preceptos que se citan, los requisitos de organización que se exigen a estos DCV comenzando por señalar que *“deberán disponer de sólidos mecanismos de gobernanza, incluida una estructura organizativa clara, con líneas de responsabilidad bien definidas, transparentes y coherentes, así como de procedimientos eficaces de identificación, gestión, control y comunicación de los riesgos a los que estén o pudieran estar expuestos, y de políticas de remuneración y mecanismos de control interno apropiados, incluidos procedimientos administrativos y contables adecuado”* (art. 26.1).

3.2. Estructura objetiva.

La estructura objetiva o patrimonial de estos DCV está integrada por su capital social que deberá estar formado por acciones nominativas que estarán íntegramente suscritas y desembolsadas, sin que los recursos ajenos superen en ningún momento el valor contable de los recursos propios.

A estos efectos, es pertinente recordar que nuestro TRLMV tipifica como infracción muy grave *“el incumplimiento de los requisitos de capital contenidos en el artículo 47.1, (del Reglamento (UE) nº 909/2014) cuando con ello se ponga en riesgo la solvencia o viabilidad de la entidad infractora o su grupo”*¹⁷⁰. Debe recordarse, asimismo, que el Reglamento señalado establece, en el art. 47.1 que se cita, que *“el capital, junto con los beneficios no distribuidos y las reservas del DCV, deberá ser proporcional a los riesgos derivados de las actividades del mismo. Será suficiente en todo momento para: a) garantizar que el DCV esté adecuadamente protegido frente a los riesgos operativos, legales, de negocio, de custodia y de inversión, de modo que el DCV pueda seguir prestando servicios como empresa en funcionamiento; b) garantizar que se pueda proceder a la liquidación o reestructuración ordenadas de las actividades del DCV en un plazo adecuado de seis meses como mínimo en diferentes escenarios de estrés”*.

¹⁶⁹ Art. 288.1. d) TRLMV.

¹⁷⁰ Art. 288.1. c) TRLMV.

En cuanto a su régimen económico, los DCV deberán mantener informada a la CNMV sobre los criterios de determinación de la suficiencia de sus recursos propios, incluyendo su grado de liquidez y los mecanismos para su realización, de acuerdo a los riesgos que asuman en cada momento.

Los DCV actuarán de acuerdo con los principios de rentabilización de sus recursos propios y cobertura por sus usuarios del coste de los servicios prestados, permitiendo a sus clientes acceder por separado a los servicios específicos prestados¹⁷¹.

Por otra parte, los DCV deberán someterse a auditorías independientes con la periodicidad que se establezca en la normativa aplicable e informar de sus resultados a la CNMV¹⁷².

Esta estructura patrimonial se refleja en los dos documentos siguientes¹⁷³: La memoria en la que deberán detallar la forma en que darán cumplimiento a los requisitos técnicos, organizativos, de funcionamiento, y de gestión de riesgos exigidos por el Reglamento (UE) nº 909/2014 para desempeñar sus funciones. Su presupuesto estimativo anual, en el que se expresarán detalladamente los precios y comisiones que vayan a aplicar, así como las ulteriores modificaciones que introduzcan en su régimen económico.

4. Funciones.

4.1. Características comunes.

El TRLMV, en su art. 98.5, anuncia y el RD 878/2015, en sus arts. 70 a 74, desarrolla las funciones que se atribuyen, en general, a los DCV, con especial referencia a las funciones de seguimiento y control de estos DCV sobre sus entidades participantes. Antes de exponerlas, conviene resaltar dos características jurídicas comunes a las mismas que son:

¹⁷¹ Art. 60 RD 878/2015.

¹⁷² Art. 61 RD 878/2015.

¹⁷³ Art. 100 TRLMV. El art. 5 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece su *“régimen económico y presupuestario”*.

a) Primero, su doble faceta de poder-deber que es consustancial a la noción misma de función. En efecto, estas funciones se le atribuyen a los DCV como facultades que deben ejercitar.

b) Segundo, su carácter subordinado a las facultades de supervisión, inspección y sanción que atribuye el Título VIII del TRLMV a la CNMV. En efecto, ello es así porque los DCV son entidades privadas que, en todo caso, deben ejercer sus funciones -en cuanto impacten sobre otras entidades o personas privadas- bajo la supervisión de la autoridad pública de supervisión del mercado de valores, que es la CNMV. Y veremos cómo esta tutela pública se proyecta tanto sobre las funciones reguladoras, en forma de comunicación a la CNMV y al Banco de España y las facultades de suspensión de la primera; como sobre las funciones supervisoras, en forma de deberes de comunicación de los DCV a la CNMV y de facultades de la esta última de requerir a los DCV.

4.2. Funciones reguladoras: Dirección y administración del registro de valores y de la liquidación de operaciones sobre valores.

Los DCV deben desarrollar tales funciones de dirección y administración y, para ello, además de su reglamento interno, pueden adoptar circulares –a las que nos hemos referido en el apartado B.2 de este epígrafe V- que las entidades participantes estarán obligadas a cumplir¹⁷⁴. Cuando aquellas circulares puedan afectar a la ordenación de los procesos de liquidación o del sistema de llevanza y control de los registros contables, los DCV deberán comunicarlas a la CNMV y al Banco de España en el plazo máximo de 24 horas desde su adopción y publicarlas en los Boletines de los MSOV y SMN a los que presten servicio. La CNMV podrá suspender su aplicación o dejarlas sin efecto cuando estime que infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado desarrollo de la liquidación y del registro contable de acuerdo con los principios que deben inspirarlas¹⁷⁵.

4.3. Funciones supervisoras: Seguimiento y control de la actividad de registro y liquidación de las entidades participantes.

¹⁷⁴ La DA 6ª del TRLMV estableció que “en tanto la Sociedad de Sistemas no establezca otras disposiciones y decisiones en el ejercicio de las funciones de dirección, administración y ordenación que le atribuye esta ley, continúan en vigor las disposiciones y decisiones que en la fecha de asunción efectiva de sus funciones por la Sociedad de Sistemas rijan los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores gestionados hasta entonces por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y por el Banco de España”.

¹⁷⁵ Art. 70 RD 878/2015.

4.3.1. La doble proyección sobre las actividades de registro y liquidación de las entidades participantes.

Sin perjuicio de las facultades de supervisión, inspección y sanción que corresponden a la CNMV, los DCV deberán velar por la adecuada llevanza de los registros contables y la corrección y eficiencia de los procesos de liquidación y para ello, ejercerá funciones de seguimiento y control sobre la actividad de registro y liquidación de las entidades participantes en sus sistemas. Así pues, las funciones mínimas que se les atribuyen¹⁷⁶ se proyectan sobre las dos actividades centrales asignadas a los DCV:

a) En cuanto a la llevanza del registro central de los valores cotizados y –por ende- anotados, los DCV deberán comprobar la correcta llevanza del registro, en sus dos escalones, para salvaguardar la correspondencia exacta entre el número total de valores correspondientes a una misma emisión y el acreditado en las cuentas correspondientes, tanto en el registro central como en los registros de detalle¹⁷⁷. Se trata de garantizar el cumplimiento por el sistema de registro de una de las funciones colaterales que se predicen de los sistemas de liquidación de operaciones a la que antes aludimos (apartado IV.A.2), cual es la de garantizar la integridad de las emisiones de valores impidiendo que la multiplicidad de registros distribuidos en dos escalones y gestionados por los DCV, en su nivel central, y por las entidades participantes, en sus niveles sucesivos de detalle o periféricos, degeneren en una inflación de valores de una misma emisión. Esto es, que por virtud de las operaciones de compraventa de valores anotados, acabe habiendo más o menos valores registrados que los emitidos en su día por las sociedades cotizadas.

b) En cuanto a los procesos de liquidación, los DCV deberán controlar y promover la eficiencia y corrección de los mismos, vigilando la efectiva liquidación de todas las operaciones y, especialmente, de las que, como consecuencia de la compensación, son liquidadas mediante apuntes

¹⁷⁶ Art. 73 RD 878/2015.

¹⁷⁷ Para ello, el art. 73.2.a) del RD 878/2015 les obliga a las siguientes medidas mínimas: “1.º Arqueos periódicos, con el objeto de verificar que el saldo global de las cuentas generales de terceros de las entidades participantes en el registro central del depositario central de valores coincide con la suma de los saldos en las cuentas abiertas por sus clientes en los registros de detalle. El manual de seguimiento y control al que se refiere el apartado 3 fijará la periodicidad con la que se realizarán estos arqueos. 2.º Arqueos complementarios, con el objeto de verificar que los saldos de las cuentas de los clientes al final de un día determinado entre dos fechas, coincide con todos los movimientos comunicados al sistema de información previsto en el TRLMV”.

practicados en las cuentas de los registros de detalle que mantienen las entidades participantes¹⁷⁸; mantener un marco eficiente de la gestión de riesgos derivados de la gestión de los sistemas de liquidación; elaborar pautas o ratios específicos que tengan en consideración, entre otros aspectos, los niveles mínimos de servicio, las expectativas de gestión de riesgos y las prioridades de negocio¹⁷⁹; y adoptar medidas concretas de identificación, control, gestión y reducción de los riesgos operativos a los que estén expuestos¹⁸⁰.

4.3.2. Autorregulación del control ejercido por los DCV: El manual de procedimientos de seguimiento y control.

Para programar y dar transparencia y seguridad jurídica a las funciones de supervisión señaladas, los DCV deberán elaborar un manual de procedimientos de seguimiento y control, de obligado cumplimiento para sus entidades participantes, en el que establecerán los criterios objetivos que orientarán su labor de seguimiento y control¹⁸¹. Los DCV comunicarán este manual a la CNMV, quien podrá requerir, en su caso, las modificaciones que considere convenientes con el fin de garantizar el cumplimiento de la normativa aplicable. Este manual de procedimientos de seguimiento y control será objeto de revisión cuando sea necesario, y al menos una vez al año. Las revisiones ser comunicarán por el DCV a la CNMV, a quien, adicionalmente, se informará anualmente, de las cuestiones relevantes que se hayan suscitado como consecuencia de su aplicación.

¹⁷⁸ En particular, el art. 73.2.b) del RD 878/2015 obliga a los DCV a efectuar *“un seguimiento de los retrasos en la liquidación en que incurran las entidades participantes e informarán trimestralmente al consejo de administración de las incidencias que se hayan producido al respecto, con indicación de las entidades involucradas y de los valores a los que se refieran esas demoras”*.

¹⁷⁹ Estas pautas o ratios deberán ser objeto de revisión periódica y, a tal efecto, el art. 73.2.b) del RD 878/2015 obliga a los DCV a establecer los procesos y parámetros de evaluación y fijar una frecuencia concreta de revisión.

¹⁸⁰ Por ello, el art. 73.2.d) del RD 878/2015 dice que los DCV facilitarán a la CNMV y al Banco de España información sobre todo riesgo de este tipo que se detecte, conforme a lo dispuesto en el artículo 45.6 del Reglamento (UE) nº 909/2014.

¹⁸¹ En particular, el art. 74.2 RD 878/2015 obliga a que los DCV concreten en su reglamento interno y en el manual de procedimientos de seguimiento y control los supuestos y la forma mediante la que desarrollarán los poderes de requerimiento de información, inspección y solución que le atribuyen las letras a) y b) del art. 74.1. El Título VII (art. 43 y ss.) del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece el régimen de seguimiento y control.

4.3.3. El diálogo triple de los DCV: con las entidades participantes, con la CNMV y con las sociedades rectoras de los MSOV y de los SMN.

Dado que la tutela pública de la CNMV se proyecta, en particular, sobre estas funciones supervisoras de los DCV –que se ejercerán sin perjuicio de las facultades de supervisión, inspección y sanción que atribuye el Título VIII del TRLMV a la CNMV- es preciso establecer un diálogo entre las distintas entidades implicadas de tal manera que:

a) En el diálogo con sus entidades participantes, los DCV podrán requerirles cuanta información considere necesaria para el ejercicio de sus funciones de seguimiento y control; inspeccionar directamente, en los locales de las propias entidades y con su consentimiento, las actividades de éstas¹⁸²; e instarles a corregir cualquier incidencia de funcionamiento, inexactitud e incumplimientos detectados en sus funciones de seguimiento y control¹⁸³. Además, en el caso de que se produzca algún incumplimiento por las entidades participantes, los DCV -de conformidad con su reglamentación interna- pueden adoptar medidas correctoras en forma de deberes especiales de información y vigilancia o de suspensión total o parcial o exclusión de su actividad¹⁸⁴.

b) El diálogo de los DCV con la CNMV se produce en una dirección doble:

b.1) Por un lado, los DCV deberán poner en su inmediato conocimiento los hechos y actuaciones de que tenga conocimiento en el ejercicio de las funciones que le son propias y que puedan entrañar infracción de normas de obligado cumplimiento o desviación de los principios inspiradores de la regulación del Mercado de Valores. Un caso especial de diálogo se produce ante los incumplimientos por las entidades participantes y las consiguientes medidas correctoras de los DCV, porque, entonces, pueden tener un doble alcance y estar sujetos a diferentes procedimientos ya que: si son de alcance normal o interno, no será preciso comunicarlas a la CNMV; mientras que si son de alcance especial, externo o cualificado -esto es, si pueden afectar a la ordenación de los procesos de liquidación o del sistema de llevanza del registro contable de los valores- deberán comunicarlas a la CNMV y ésta podrá suspender su aplicación o dejarlas sin efecto cuando estime que dichas

¹⁸² El art. 74.1.a) del RD 878/2015 prevé que, en caso de falta de dicho consentimiento, los depositarios centrales de valores dirigirán comunicación a la CNMV.

¹⁸³ Art. 74.1.b) RD 878/2015.

¹⁸⁴ Art. 74.3 RD 878/2015.

medidas infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado desarrollo de las actividades de liquidación y registro en los mercados de valores¹⁸⁵. En general, los DCV deberán prestar a la CNMV cuanta asistencia solicite en sus funciones de supervisión, inspección y sanción.

b.2) Por otro lado, la CNMV podrá requerir a los DCV cuanta información sea precisa para evaluar el cumplimiento de sus obligaciones de seguimiento y control así como establecer normas para el desarrollo de dicha actividad.

c) Por último, si recordamos que -conforme al esquema general de la negociación de valores que hemos expuesto en el epígrafe II de este Estudio- la liquidación de operaciones que realizan los DCV es la segunda y última etapa de la post-contratación que viene antecedida, en origen, por la contratación en los MSOV o en los SMN; es lógico establecer medidas de coordinación de la supervisión privada en las sucesivas fases y, por ello, los DCV prestarán cuanta colaboración le sea solicitada por las sociedades rectoras de los MSOV o de los SMN a los que presten servicios, en particular, en lo relativo a las funciones de recepción y difusión de información establecidas en la normativa para las sociedades rectoras¹⁸⁶.

4.4. Funciones tuitivas de los inversores: Contestación de reclamaciones.

Los DCV examinarán y darán adecuada contestación a cuantas reclamaciones reciban en relación con el desarrollo de sus actividades registrales o de liquidación así como con la actuación de sus entidades participantes. En tales contestaciones se pronunciarán sobre el contenido de las reclamaciones, asesorando al reclamante, en su caso, sobre sus derechos y los cauces legales existentes para su ejercicio. Todo ello sin perjuicio de la adopción de las medidas precisas para corregir las irregularidades que la reclamación pudiera poner de manifiesto¹⁸⁷.

4.5. Funciones consultivas: Asesoramiento de la CNMV.

¹⁸⁵ Art. 74.4 RD 878/2015.

¹⁸⁶ Art. 74.5 RD 878/2015.

¹⁸⁷ El art. 72.3 del RD 878/2015 especifica que el procedimiento relativo al tratamiento de las reclamaciones deberá cumplir con lo establecido en el artículo 32.2 del Reglamento (UE) nº 909/2014.

Los DCV asesorarán a la CNMV a solicitud de ésta o por propia iniciativa mediante elevación de mociones en todas las materias relacionadas con la liquidación de valores y con la llevanza de los registros contables¹⁸⁸.

4.6. Funciones informativas: Gestión del sistema de información para la supervisión de la negociación, compensación, liquidación y registro de valores negociables.

4.6.1. Finalidad del sistema.

Los DCV que presten servicios en España deberán establecer un sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos con una doble finalidad, relacionada con sus dos ámbitos esenciales de actividad, a saber:

- a) En cuanto se refiere al registro de los valores anotados, servir de herramienta para supervisar la correcta llevanza del registro de valores, tanto a nivel de registro central como de registros de detalle.
- b) En cuanto a la liquidación de operaciones, servir como herramienta de intercambio y tratamiento de la información para la realización de las actividades de compensación, liquidación y registro de valores admitidos a negociación en un MSOV o en un SMN¹⁸⁹.

4.6.2. Contenido del sistema

El sistema establecido por los DCV deberá recoger, al menos, las operaciones, eventos y anotaciones susceptibles de dar lugar a variaciones en los saldos de valores de cada titular tanto en el registro central como en los registros de detalle¹⁹⁰. Para ello, los datos que deban remitirse al sistema de información, transmisión y almacenamiento incluirán la identificación y detalle de las operaciones que se hayan realizado, los valores concernidos y las titularidades afectadas¹⁹¹.

El sistema de información se nutrirá de la información que estarán obligados a proporcionar los MSV, las ECC, los DCV y sus respectivos miembros o

¹⁸⁸ Art. 71 RD 878/2015.

¹⁸⁹ Art. 114.1 TRLMV.

¹⁹⁰ Art. 114.2 TRLMV.

¹⁹¹ Art. 85.2 RD 878/2015.

entidades participantes¹⁹². En particular, este deber informativo se extenderá a las ECC y a los DCV extranjeros con los que los DCV establecidos en España celebren convenios o establezcan enlaces para acceder a este sistema¹⁹³. Es importante recordar que la obligatoriedad de estos deberes informativos se ratifica en forma de responsabilidad administrativa por su incumplimiento¹⁹⁴.

4.6.3. Regulación interna del sistema.

El reglamento interno del DCV detallará las reglas de funcionamiento del sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos y, en concreto, los datos que deban remitirse a dicho sistema, los procedimientos oportunos para resolver las incidencias que puedan tener lugar (en particular, la falta de comunicación de los datos completos), los requisitos y procesos técnicos, administrativos y operativos aplicables al procesamiento de esos datos¹⁹⁵.

4.6.4. Requisitos del sistema.

El sistema de información establecido por los DCV deberá garantizar la trazabilidad de las transacciones realizadas sobre valores admitidos a negociación en un MSOV desde la contratación hasta su anotación en el registro de valores y viceversa, así como conocer el estado de las mismas; facilitar la transmisión de la información necesaria para realizar la compensación, liquidación y registro de valores así como conocer el estado de dichas operaciones; facilitar el control de los riesgos y de las garantías exigibles por las correspondientes entidades e infraestructuras de mercado; e informar diariamente a las entidades emisoras sobre la titularidad de los valores emitidos por éstas cuando así lo soliciten¹⁹⁶.

¹⁹² El art. 116.1 del TRLMV dispone que estas entidades “*serán responsables de la integridad y veracidad de la información comunicada por cada una de ellas a través de dicho sistema y conservarán la propiedad sobre dicha información*”.

¹⁹³ Art. 116.2 TRLMV.

¹⁹⁴ Así el art. 281.5 del TRLMV el TRLMV tipifica como infracción muy grave “*el incumplimiento por parte de los mercados secundarios oficiales, de los sistemas multilaterales de negociación, de las entidades de contrapartida central y de los depositarios centrales de valores así como de sus respectivos miembros y entidades participantes, de las obligaciones establecidas en el artículo 116.1, cuando no se trate de un incumplimiento meramente ocasional o aislado o cuando afecte gravemente al funcionamiento del sistema de información al que se refiere dicho artículo*”.

¹⁹⁵ Art. 85.3 RD 878/2015. El Título VI (art. 37 y ss.) del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece la forma de gestión del sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos.

¹⁹⁶ Art. 114.3 TRLMV.

La información almacenada en el sistema gestionado por los DCV no podrá ser utilizada ni transmitida para fines distintos de los previstos en la ley, salvo que medie autorización de la respectiva entidad suministradora, sin perjuicio de las obligaciones de información frente a la CNMV o el Banco de España en el ejercicio de sus respectivas competencias¹⁹⁷.

4.6.5. Obligaciones del DCV en la gestión del sistema.

El DCV respectivo, en su calidad de responsable y gestor del sistema de información, transmisión y almacenamiento de datos, deberá cumplir dos tipos de obligaciones, cuyo incumplimiento causará la responsabilidad administrativa del DCV¹⁹⁸:

a) Obligaciones de resultado, tales como establecer los medios necesarios para que la información se introduzca en el sistema de acuerdo con las normas establecidas y sea completa; permitir la introducción de la información necesaria en el plazo previsto; dotar de suficiente seguridad y confidencialidad a la información suministrada, de manera que las entidades que introduzcan información en el sistema accedan exclusivamente a los datos estrictamente necesarios para su actividad o a aquellos para los que estén autorizadas; asegurar el mantenimiento y continuidad del sistema; y permitir el acceso no discriminatorio de las infraestructuras de mercado y entidades implicadas en los procesos de compensación y liquidación de valores¹⁹⁹.

Tiene especial interés el art. 6 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 cuando se refiere a los “planes de continuidad” en los términos siguientes: *“La Sociedad de Sistemas diseñará e implantará planes de continuidad y recuperación en caso de incidencia grave, que permitan la continuidad de sus servicios básicos, la recuperación de todas las operaciones y el cumplimiento de sus obligaciones ante acontecimientos que supongan un riesgo significativo de perturbación de su operación. Dichos planes deberán prever la recuperación de todas las operaciones y posiciones de los participantes en el momento de la incidencia, estableciendo los procedimientos necesarios para garantizar la continuidad operativa, ya sea mediante la recuperación operativa o el traspaso de su actividad a otra entidad de manera ágil y ordenada. Esos planes contarán con activos netos líquidos suficientes para llevarse a cabo, financiados a*

¹⁹⁷ Art. 114.3 TRLMV.

¹⁹⁸ Así, el art. 281.3 del TRLMV tipifica como infracción muy grave “el incumplimiento por parte de los depositarios centrales de valores de las obligaciones establecidas en el artículo 115, cuando tal conducta no tenga un carácter meramente ocasional o aislado”.

¹⁹⁹ Art. 115.1 TRLMV.

través de su patrimonio neto y que, como mínimo, equivaldrán a los gastos operativos actuales de seis meses”.

b) Obligaciones de medios, tales como suscribir los correspondientes contratos en los que establecerán las relaciones jurídicas necesarias para el adecuado funcionamiento del sistema; y publicar las reglas de funcionamiento del sistema de información estableciendo los derechos, obligaciones y responsabilidades de las personas que gestionarán y que harán uso de la información almacenada en el sistema²⁰⁰.

C) ENTIDADES PARTICIPANTES.

1. Condiciones de acceso a la actividad.

Las entidades participantes forman parte del sistema registral, asumen derechos y obligaciones en la liquidación de las operaciones y mantienen la relación jurídica y comercial directa con los inversores que no son entidades participantes. Sin olvidar que otros DCV y ECC tienen acceso a participar en los servicios de la Sociedad de Sistemas²⁰¹.

Podrán adquirir la condición de entidad participante en los DCV las entidades que, cumpliendo los requisitos establecidos en la normativa aplicable, pertenezcan a alguna de las categorías siguientes: Entidades de crédito, empresas de servicios de inversión que estén autorizadas a prestar el servicio custodia y administración por cuenta propia o de clientes de instrumentos financieros²⁰², el Banco de España, la Administración General del Estado, la Tesorería General de la Seguridad Social, aquellas instituciones de Derecho público y personas jurídico-privadas cuando una disposición de carácter general expresamente les habilite para ser entidad participante en un DCV, otros DCV autorizados conforme a lo establecido en el Reglamento (UE) nº

²⁰⁰ El art. 115.2 del TRLMV dispone que la CNMV aprobará estas reglas y sus modificaciones, una vez examinadas por el comité de usuarios del DCV, quien podrá hacer llegar a la CNMV sus observaciones al respecto.

²⁰¹ V. el apartado II del Preámbulo del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016. Su título III establece el estatuto jurídico de las entidades participantes.

²⁰² Art. 141.a) TRLMV.

909/2014 y las ECC autorizadas o reconocidas conforme a lo establecido en el Reglamento (UE) nº 648/2012²⁰³.

El acceso a la condición de entidad participante exigirá la suscripción con el DCV de un contrato que detallará las relaciones jurídicas entre las partes y, en particular, los derechos y obligaciones de cada una de las partes conforme al reglamento interno del DCV²⁰⁴. En todo caso, las entidades participantes deberán contar con los sistemas de control y medios técnicos necesarios para cumplir adecuadamente las funciones que les corresponden y, en especial, los que resultan del sistema de información regulado en el TRLMV y en el Reglamento (UE) nº 909/2014 y sus normas de desarrollo²⁰⁵.

Es importante recordar que el TRLMV tipifica como infracción muy grave “*el incumplimiento por los depositarios centrales de valores y por las entidades participantes en los sistemas de registro, de las normas sobre registro de valores del título I, capítulo II y del título IV, capítulo I, cuando se produzca un daño patrimonial a una pluralidad de inversores*”²⁰⁶.

La pérdida de la condición de entidad participante en un DCV se producirá por las causas que determine el reglamento interno del aquel y, en todo caso, por la renuncia a dicha condición que deberá ser aceptada por el DCV, previa comunicación a la CNMV. En todo caso, los DCV velarán por que los valores anotados en el registro central y en las cuentas del registro de detalle a cargo de la entidad que pierda la condición de entidad participante sean traspasados a otra entidad participante²⁰⁷.

2. Condiciones de ejercicio de la actividad.

Mientras permanezcan como entidades participantes en los DCV, podrán solicitar de éstos la apertura y mantenimiento en el registro central de las

²⁰³ Art. 67.1 RD 878/2015. El art. 9 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 enumera las “*entidades que pueden adquirir la condición de participante*”.

²⁰⁴ El art. 8 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece los “*derechos y obligaciones de las entidades participantes*” y el art. 11 el “*procedimiento para el acceso a la condición de entidad participante*”.

²⁰⁵ Art. 68 RD 878/2015.

²⁰⁶ Art. 281.4 TRLMV.

²⁰⁷ Art. 69 RD 878/2015. El art. 12 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 regula la “*pérdida y suspensión de la condición de entidad participante*”.

cuentas que prevean necesarias para el adecuado desenvolvimiento de su actividad, siempre que reúnan los requisitos que en cada caso se puedan establecer por aquellos DCV en su reglamento interno²⁰⁸.

A estos efectos, al art. 32.1 del RD 878/2015 dispone que todo DCV que preste servicios en España llevará -por cada categoría de valores con un mismo código de identificación ISIN- las siguientes cuentas en el registro central a solicitud de las entidades participantes: *“a) Una o varias cuentas propias de las entidades participantes en las que se anotarán los saldos de valores de los que sea titular en cada momento la propia entidad participante. b) Una o varias cuentas generales de terceros en las que se anotarán, de forma global, los saldos de valores correspondientes a los clientes de la entidad participante o los clientes de una tercera entidad que hubiera encomendado a la entidad participante solicitante la custodia y el registro de detalle de los valores de dichos clientes. c) Una o varias cuentas individuales en las que se anotarán, de forma segregada, los saldos de valores correspondientes a aquellos clientes de las entidades participantes que hayan acordado la llevanza de tales cuentas en el registro central. La gestión de estas cuentas se realizará por las entidades participantes en los términos previstos en este real decreto y de acuerdo con las condiciones pactadas con los clientes”*.

Como su propia denominación indica, las entidades participantes están obligadas a participar en los procesos de liquidación sujetándose a las normas que los regulan y, en particular, al reglamento interno y a las circulares que hayan adoptado los DCV respectivos²⁰⁹. En concreto, tienen el deber de corregir por iniciativa propia las incidencias de funcionamiento, inexactitudes e incumplimientos de aquellas normas²¹⁰.

En cuanto se refiere a los mecanismos de corrección de la eventual la infracción de aquellos deberes por las entidades participantes, es preciso distinguir dos fases:

a) La primera corre a cargo de los propios DCV y se integra mediante las medidas correctoras que, en forma de deberes especiales de información y vigilancia, suspensión total o parcial o exclusión de la actividad, podrán adoptar los DCV de conformidad con su reglamentación interna, en el caso de que se produzca algún incumplimiento por las entidades participantes²¹¹. A su vez, estos incumplimientos por las entidades participantes y las consiguientes medidas correctoras de los DCV pueden tener un doble alcance y estar sujetos a diferentes procedimientos según tengan un alcance normal o interno o un

²⁰⁸ El art. 10 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 establece los *“requisitos técnicos y funcionales”*.

²⁰⁹ Art. 70.1 RD 878/2015.

²¹⁰ Art. 74.1.b RD 878/2015.

²¹¹ Art. 74.3 RD 878/2015.

alcance especial, externo o cualificado, esto es, si pueden afectar a la ordenación de los procesos de liquidación o del sistema de llevanza del registro contable de los valores, porque, en este último caso, los DCV deberán comunicárselas a la CNMV y ésta podrá suspender su aplicación o dejarlas sin efecto cuando estime que dichas medidas infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado desarrollo de las actividades de liquidación y registro en los mercados de valores²¹².

b) La segunda -de responsabilidad administrativa en sentido propio- en forma de sanciones impuestas por la CNMV conforme a las reglas generales

D) PATOLOGÍAS.

1. Fallos en la liquidación.

Los DCV deberán establecer los mecanismos necesarios para prevenir y gestionar los posibles incumplimientos en la entrega de valores o en el pago del efectivo en el plazo fijado para la liquidación²¹³.

Estos mecanismos deberán tener un contenido necesario y otro potestativo:

a) El contenido necesario incluirá procesos de reciclaje y liquidación parcial de las órdenes de transferencia.

b) El contenido potestativo podrá extenderse al establecimiento de una pluralidad de ciclos de liquidación, mecanismos para la selección de órdenes de transferencia de valores y efectivo que permitan maximizar el número y el importe de las operaciones liquidadas, así como cualquier otro procedimiento que, a la vista de la tipología de las operaciones y la posible intervención de

²¹² Art. 74.4 RD 878/2015.

²¹³ En este sentido, el Considerando (14) del R 2014 dice: “Los DCV y las demás infraestructuras del mercado deben tomar medidas para prevenir y corregir los fallos en la liquidación. Es esencial que esas reglas se apliquen directa y uniformemente en la Unión. En particular, procede exigir a los DCV y demás infraestructuras del mercado que establezcan procedimientos que les permitan tomar medidas adecuadas para suspender a cualquier participante que sistemáticamente cause fallos en la liquidación y hacer pública su identidad, a condición de que se ofrezca a dicho participante la oportunidad de formular observaciones antes de que se adopte tal decisión”.

una ECC, se consideren adecuados para cumplir con el objetivo de alcanzar una mayor eficiencia en el resultado de la liquidación²¹⁴.

Por otro lado, los DCV –y las ECC- gestionarán los fallos en la liquidación de dos maneras:

a) Cuando se produzca la intervención de una ECC, esta: En caso de falta de pago, tomará medidas para proceder a la venta de los valores y sustituir en las obligaciones de pago al comprador fallido; mientras que, en caso de falta de valores, iniciará los procedimientos establecidos para la recompra de los valores necesarios en el mercado para su entrega a la parte compradora. Si esta recompra resulte fallida o no sea posible en los plazos establecidos, la parte compradora recibirá una compensación económica en efectivo²¹⁵. Sin perjuicio de esta recompra o subsidiaria compensación en efectivo por la ECC y de forma preferente a su aplicación, en caso de insuficiencia de valores, el DCV podrá articular un procedimiento de préstamo de valores, en calidad de agente, a disposición de la entidad de contrapartida central y de sus miembros, con objeto de que puedan cumplir con sus deberes de entrega de valores²¹⁶. Procedimiento este de préstamo que resulta compatible con la existencia de otros esquemas de préstamo de valores al margen del DCV. En todo caso, la ECC establecerá mecanismos que, incluyendo penalizaciones pecuniarias, constituyan un factor disuasorio de posibles incumplimientos de la liquidación de operaciones por sus miembros.

b) Cuando no se produzca la intervención de una ECC, los DCV procederán conforme a lo establecido en los artículos 6 y 7 del Reglamento (UE) nº 909/2014 y su normativa de desarrollo y establecerán mecanismos que, incluyendo penalizaciones pecuniarias, que constituyan un factor disuasorio para las entidades participantes que provoquen fallos en la liquidación²¹⁷.

²¹⁴ El art. 81 del RD 878/2015 exige que 3 dichos mecanismos se ajusten a lo dispuesto en los artículos 6 y 7 del Reglamento (UE) nº 909/2014 y su normativa de desarrollo.

²¹⁵ El art. 82.1 del RD 878/2015 señala que el procedimiento para la determinación de la operación de compra que resultará indemnizada en efectivo se deberá desarrollar en el reglamento interno de la ECC.

²¹⁶ El art. 82.2 del RD 878/2015 establece que la ECC podrá entonces tomar valores en préstamo en nombre propio por cuenta del vendedor incumplidor y los entregará a la parte compradora y que la vigencia del préstamo no podrá extenderse más allá de la fecha máxima del proceso de recompra estipulada por la normativa europea de forma que, si llegada esta, no se ha producido la devolución del préstamo, la ECC procederá a comprar los valores en el mercado para su devolución al prestamista.

²¹⁷ Art. 83 RD 878/2015.

Es pertinente recordar que tanto la prevención como la gestión de los eventuales fallos en la liquidación por parte de todas las entidades implicadas se refuerza mediante la imposición de la responsabilidad administrativa correspondiente²¹⁸.

2. Concursos de entidades participantes.

El concurso de una entidad participante²¹⁹ en los sistemas de liquidación gestionados por los DCV produce dos efectos típicos:

a) Los DCV gozarán de derecho absoluto de separación respecto de los bienes o derechos en que se materialicen las garantías constituidas por dichas entidades participantes en aquellos sistemas; sin perjuicio de que el sobrante que reste después de la liquidación de las operaciones garantizadas se incorporará a la masa activa del concurso del participante.

b) La CNMV, sin perjuicio de las competencias del Banco de España y del FROB, podrá disponer, de forma inmediata y sin coste para el inversor, el traslado de sus registros contables de valores a otra entidad habilitada para desarrollar esta actividad. Si ninguna entidad estuviese en condiciones de hacerse cargo de los registros señalados, esta actividad será asumida por el DCV correspondiente de modo provisional, hasta que los titulares soliciten el traslado del registro de sus valores²²⁰.

²¹⁸ En este sentido, el art. 288.2 del TRLMV tipifica como infracción muy grave el incumplimiento por parte de las sociedades rectoras de MSOV o de SMN, de las ECC, de los DCV y de las entidades que presten servicios de inversión, de sus obligaciones en materia de disciplina en la liquidación a las que se refieren los artículos 6 y 7 del Reglamento (UE) nº 909/2014 que regulan la “*disciplina de liquidación*” comenzando por las “*medidas para prevenir fallos en la liquidación*” (art. 6) y siguiendo por las “*medidas para tratar los fallos en la liquidación*” (art. 7).

²¹⁹ El art. 13 del Reglamento vigente de la Sociedad de Sistemas (IBERCLEAR) modificado el 28 de julio de 2016 regula la “*insolvencia de una entidad participante*”. Dado que estas entidades serán, en la gran mayoría de los casos, entidades de crédito o empresas de servicios de inversión, puede ser interesante tener en cuenta el régimen general de insolvencia de tales entidades, al que nos hemos referido en “Las crisis bancarias en el sistema concursal español”, Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal nº 24 (2016), pp. 67 y ss.

²²⁰ El arts. 102.2 del TRLMV añade que “a estos efectos, tanto el juez del concurso como la administración concursal facilitarán el acceso de la entidad a la que vayan a traspasarle los valores a la documentación y registros contables e informáticos necesarios para hacer efectivo el traspaso”.

En todo caso, la existencia del procedimiento concursal no impedirá que se hagan llegar al cliente los valores comprados de acuerdo con las normas del sistema de compensación, liquidación y registro o el efectivo procedente del ejercicio de los derechos económicos o de la venta de los valores.

VI. CONCLUSIONES.

A) Sobre la post-contratación en general.

1ª. La **negociación** de los instrumentos financieros en los MSOV y en los SMN pasa por **dos fases**: la de contratación, en la que se produce el acuerdo de voluntades de la parte vendedora con la compradora; y la de **post-contratación**, en la que aquel acuerdo se ejecuta mediante la compensación centralizada de operaciones y la liquidación de las mismas hasta que se produce el resultado final del traspaso de los instrumentos financieros y del dinero del patrimonio del vendedor al del comprador y viceversa.

2ª. La nueva regulación de la fase de post-contratación impuesta por los Reglamentos comunitarios ha producido una suerte de “**desintegración**” del sistema español de compensación y liquidación de valores porque hemos transitado desde el sistema precedente, en el que la negociación de valores en los mercados bursátiles –con sus fases de contratación, compensación y liquidación- estaba integrada funcional y estructuralmente (en la denominada estructura de “silo”); al nuevo sistema en el que la negociación de valores en los mercados bursátiles se desintegra, en el sentido de que las fases de contratación, compensación y liquidación se encomiendan a diferentes entidades o infraestructuras y, por ello, se **desintegra funcional y estructuralmente**.

3ª. La post-contratación se ubica en un **contexto regulatorio** que viene determinado por **dos presupuestos** que son imprescindibles para comprender los mecanismos de compensación y liquidación de las operaciones sobre valores:

a) Primero, por el presupuesto **técnico** que deriva de la representación forzosa de los instrumentos financieros transmitidos mediante anotaciones en cuenta y la consiguiente exigencia de su registro contable centralizado. La llevanza de este registro inicial de los valores por los DCV (a nivel central) y la liquidación final de las operaciones sobre aquellos por los mismos DCV dibuja un “circuito cerrado” en la negociación sobre los valores.

b) Y, segundo, por el presupuesto **jurídico** que consiste en la contratación en los mercados secundarios de valores y se integra por dos contratos de comisión bursátil de venta y de compra de los instrumentos financieros

admitidos a negociación que, al ser complementarios, desembocan en un contrato de compraventa.

B) Sobre la compensación.

4ª. El rasgo jurídico esencial de la compensación reside en la “**novación**” de las operaciones y de las obligaciones resultantes de las mismas porque la **ECC se interpone** entre la parte vendedora y la parte compradora de suerte que se produce una “sustitución legal” de la relación jurídico-obligatoria que extingue el contrato original y configura un nuevo marco de derechos y obligaciones entre nuevos sujetos; conforme a una especie de mitosis o bipartición de la compraventa original celebrada entre el miembro negociador vendedor y comprador en dos compraventas que tienen como sujetos respectivos a aquellos miembros que se convierten en compensadores y a la ECC que le da contrapartida compradora al miembro vendedor y vendedora al miembro comprador.

5ª. **Las ECC son sociedades anónimas especiales** que -autorizadas por la CNMV y bajo su supervisión- desarrollan la funciones propias de infraestructuras de post-contratación en la fase de compensación centralizada obligatoria –conforme a los arts. 93 y 328 del TRLMV- de las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción de acciones que sean realizadas en segmentos de contratación multilateral de los MSOV y de los SMN.

6ª. **Los miembros compensadores** de las ECC son las entidades financieras que -perteneciendo a alguna de las categorías legalmente previstas y cumpliendo las condiciones de acceso y de ejercicio requeridas en forma de solvencia, medios técnicos y garantías- participan en el proceso de compensación, remiten a las ECC las operaciones realizadas como miembros negociadores (si reúnen la doble condición) o por cuenta de miembros negociadores (que no reúnan la doble condición).

7ª. **Las patologías** que afectan a la compensación y a las ECC abarcan dos hipótesis básicas (incumplimientos y crisis económicas) que pueden afectar a tres tipos de sujetos (los clientes, los miembros y las propias ECC). En particular, los procedimientos concursales de los miembros de una ECC o de alguno de sus clientes producirán los efectos típicos siguientes: Por un lado, atribuirán a la ECC un derecho absoluto de separación respecto de las garantías que tales miembros o clientes hubieran constituido ante dicha ECC y, por otro lado, llevará a la ECC a gestionar el traspaso de los contratos y

posiciones que tuviera registrados por cuenta de los clientes, junto con los instrumentos financieros y el efectivo en que estuvieran materializadas las correspondientes garantías.

C) Sobre la liquidación.

8ª. El rasgo jurídico esencial de la liquidación –definida legalmente como la finalización de una operación con valores con efectos extintivos de las obligaciones de las partes- la identifica con el pago como la primera de las formas de **extinguir las obligaciones** identificada en el art. 1156 y concordantes del Código Civil, mediante “*la transferencia de fondos, de valores, o de ambas cosas*” que nos remite, respectivamente, a las normas sobre pago de las deudas de dinero (art. 1170) y a las normas sobre la entrega de cosa genérica (art. 1167) por cuanto los valores anotados de una misma emisión tienen carácter fungible (art. 18 RD 878/2015).

9ª. Desde el punto de vista jurídico, en cuanto a la liquidación de operaciones se refiere, el primer punto de conexión crítico entre el Derecho de sociedades y el Derecho del mercado de valores reside en la función colateral que desempeñan los sistemas de liquidación de valores gestionados por los DCV de **control de la integridad de las emisiones de valores** anotados en cuenta para impedir la inflación patológica de valores en cuanto a su creación, modificación o reducción indebidas derivadas de los procesos de negociación.

10ª. El segundo punto de conexión crítico entre el Derecho de sociedades y el Derecho del mercado de valores reside en la coordinación entre **la liquidación de operaciones sobre valores en el mercado y la liquidación de derechos y obligaciones** derivados de tales valores, a resultas de operaciones traslativa del dominio de aquellos valores (liquidaciones dinámicas) o como consecuencia de acuerdos de las sociedades emisoras de tales valores (liquidaciones estáticas).

11ª. **Los DCV son sociedades anónimas especiales** que -autorizadas por la CNMV y bajo su supervisión- desarrollan la funciones propias de infraestructuras de post-contratación en la fase de liquidación –conforme a los arts. 94 y 95 del TRLMV- de las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción de acciones que sean realizadas en segmentos de contratación multilateral de los MSOV y de los SMN.

12ª. Los DCV deberán ejercer las **funciones de supervisión** de la actuación de terceros que se les atribuyen y que se proyectan sobre sus dos actividades centrales que son:

a) Primero, la llevanza del **registro central** de los valores cotizados y –por ende- anotados, comprobando la correcta llevanza del registro, en sus dos escalones, para salvaguardar la correspondencia exacta entre el número total de valores correspondientes a una misma emisión y el acreditado en las cuentas correspondientes, tanto en el registro central como en los registros de detalle.

b) Segundo, la gestión centralizada de los procesos de **liquidación**, controlando y promoviendo la eficiencia y corrección de los mismos y vigilando la efectiva liquidación de todas las operaciones, especialmente, de las que, como consecuencia de la compensación, son liquidadas mediante apuntes practicados en las cuentas de los registros de detalle que mantienen las entidades participantes.

13ª. **Las entidades participantes** en los DCV son las entidades financieras que, perteneciendo a alguna de las categorías legalmente previstas y cumpliendo las condiciones de acceso y de ejercicio requeridas, participen en el proceso de liquidación comunicando las órdenes de transferencia de valores y efectivo al DCV y, una vez aceptadas por éste y practicados los asientos correspondientes en el registro central, las ejecuten practicando los asientos de abono y adeudo en los registros de detalle que gestionan.

14ª. **Las patologías** que afectan a la liquidación pueden consistir en fallos en la liquidación que los DCV gestionarán de forma diferente según haya intervenido o no una ECC y el concurso de las entidades participantes en el DCV que producirá, como efectos típicos, que son, por un lado la atribución al DCV de un derecho absoluto de separación respecto de los bienes o derechos en que se materialicen las garantías constituidas por dichas entidades participantes en aquellos sistemas y, por otra lado, la atribución a la CNMV de la facultad de disponer, de forma inmediata y sin coste para el inversor, el traslado de sus registros contables de valores a otra entidad habilitada para desarrollar esta actividad.